全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

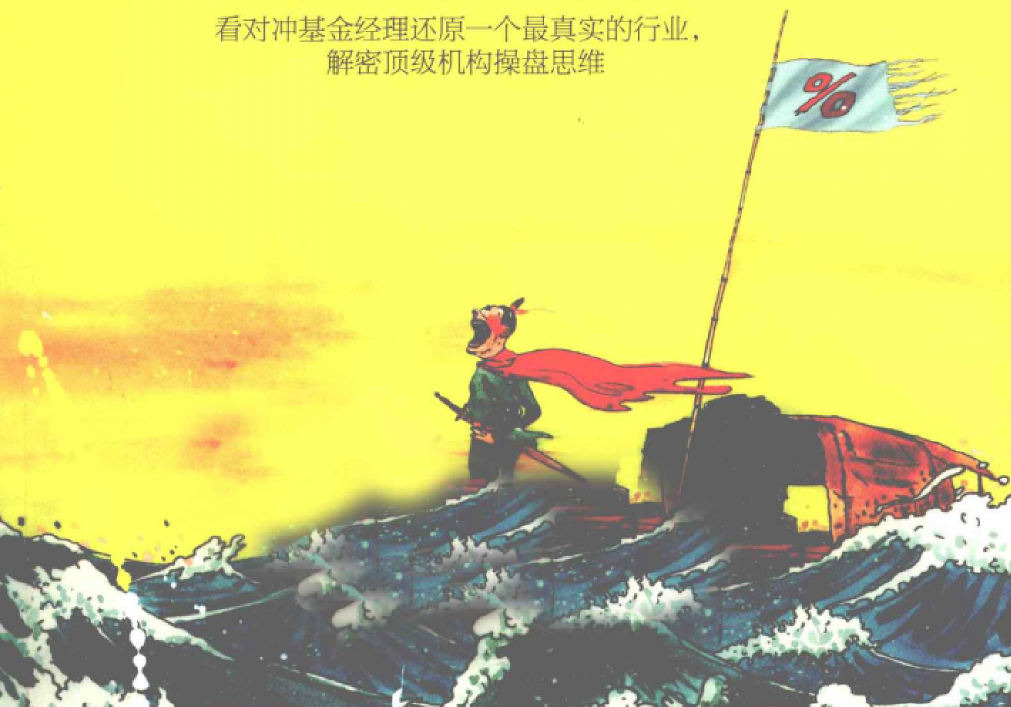
对冲基金

到底是什么？

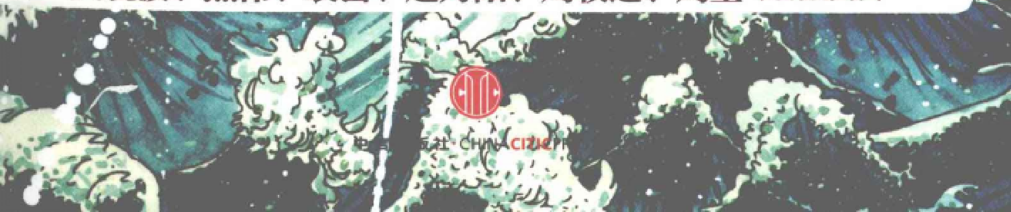
黄徽 著

读一本像**武侠小说**一样引人入胜，
像**禅宗语录**一样充满机锋的**金融读本**

看对冲基金经理还原一个最真实的行业，
解密顶级机构操盘思维



陈志武、戴志康、江平、罗佳斌、秦朔、沈颢、田源、吴伯凡
吴晓波、熊伟、袁岳、赵丹阳、周牧之、周全 |联合推荐|



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对冲基金

到底是什么？

黄徽 著

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍
www.55188.com 理想藏书55188

图书在版编目（CIP）数据

对冲基金到底是什么？/黄徽著.—北京：中信出版社，2011.7
ISBN 978-7-5086-2793-9

I. 对… II. 黄… III. 对冲基金－基本知识 IV. F830.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2011）第 081043 号

对冲基金到底是什么？
DUICHONG JIJIN DAODI SHI SHENME？

著　　者：黄　徽
策划推广：中信出版社（China CITIC Press）　蓝狮子财经出版中心
出版发行：中信出版集团股份有限公司（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座　邮编　100029）
（CITIC Publishing Group）
承 印 者：中国农业出版社印刷厂
开　　本：880mm × 1230mm　1/32　　**印　　张**：7　　**字　　数**：100 千字
版　　次：2011 年 7 月第 1 版　　**印　　次**：2011 年 7 月第 1 次印刷
书　　号：ISBN 978-7-5086-2793-9/F · 2326
定　　价：35.00 元

版权所有 · 侵权必究
凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。　服务热线：010-84849283
http: //www.publish.citic.com　服务传真：010-84849000
E-mail: sales@citicpub.com
author@citicpub.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



江湖代有英雄出

在格林尼治镇的一次聚会上，我认识了年轻的对冲基金专家黄徽先生。在此之前，一位朋友告诉我，黄徽参与负责管理的对冲基金在2007年被美国著名的《彭博市场》杂志依据三年业绩列为全球宏观基金前十名。不用说，黄徽是一位杰出的基金经理。当我与之见面后，感到十分意外：他不是一个表面上看上去久经风霜的人，反而更像一位“少侠”。黄徽早年毕业于中国科技大学少年班，在留学美国期间放弃博士学位，进入充满挑战性的对冲基金行业，屡经考验，终于跻身华尔街精英的行列。更能显示其智慧的是他洞烛先机，在本轮金融危机即将汹涌而来之际急流勇退，辞职离开公司，在国内做自己喜欢的公益事业。在金融危机消停下来的时候，他又回到对冲基金行业，走上自行创业之路。

由于职业的关系，黄徽向我了解了许多中国期货界的故事与机会，以及中国未来CTA（商品交易顾问）的发展机会，我们因此有了更多的接触。真是有缘分，我得以阅读并与他讨论了其刚刚封笔的大作《对冲基金到底是什么？》。读完之后，我深以为然，不仅惊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

叹于他对于中国武侠小说的熟悉，更钦佩他游刃有余地将对冲基金行业冠以“江湖”之名并进行栩栩如生的描写。在他的笔下，对冲基金的各个流派被一一梳理，分门别类地予以解说，将对冲基金的神秘性一扫而光。如同将帐幔打开，使我们得以窥见心仪已久的各路对冲基金豪杰。黄徽不仅逐一分析他们赖以成功的各种独门暗器，而且将他们的发展历史娓娓道来，如同放电影般使我们在最短的时间内了解到最多关于对冲基金的知识。我们真的应该感谢这位“少侠”所作出的贡献。

对冲基金是一个江湖，这是黄徽的断言。何谓“江湖”？江湖即英雄豪杰厮杀的战场。在当今的金融市场上，对冲基金是最具有军队和战争色彩的行业。人们使用不同的策略和武器，雇用不同的高手过招，目的是战胜对手，取得胜利，赚取高额回报。当今国际金融市场上，大约有1.4 万亿美元的对冲基金，其足迹所至，引起了各种不同的反应。特别是全球金融危机之后，由于麦道夫之类丑闻的影响，人们对对冲基金行业产生了莫名的恐惧，尤其在中国这种几乎没有对冲基金的国度里，更是杯弓蛇影，令人望而却步。实际上，对冲基金既不是传统金融工具，也不是洪水猛兽，它是全球金融群落的重要组成部分。在全球化的今天，对冲基金作为投资和理财的新工具，正在快速成长并且产生日益重要的影响。对冲基金无国界，但是对冲基金经理们却是有祖国的。中国的金融家们必须尽快学会使用这种武器，这是一种责任。

我们欣喜地看到，在这一波金融危机之后，一批久已进入华尔街的中国金融专家们开始了人生的新旅程，他们由金融专家向金融企业家转变，开始创办自己的对冲基金。尽管这些公司很小很小，但是我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们有理由期望它们会走向光辉的未来。在中国经济崛起的过程中，中国金融家一定会同步崛起。在这个新的“江湖”中，我们一定会看到不同的流派和他们发展起来的新的制胜武功。黄徽先生为我们绘制了参照系，同时也折射了中国金融家们的未来。我们被告知，江湖代有英雄出，下一代的英雄当然少不了中国人。

田源

于纽约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对冲基金在中国的发展

几个月前朋友黄徽提起他在写一本介绍对冲基金的中文书时，我的第一反应就是：“好！中国太缺乏对我们行业的系统介绍了。”最近5年我在香港主管一家美国大型老牌对冲基金的亚洲业务，与国内同行常有交流。每每谈到对冲基金，就感觉大家对我们这一行误解太多。少数介绍行业的书不是外行写的，就是外文书翻译过来的，脱离中国国情。《对冲基金到底是什么？》这本书出版得很及时。

说起对冲基金，除了它的高费用、高门槛外，大家通常最先想到的是神秘、投机和高风险。神秘感来自公众对基金和经理人的不了解。很大程度上不是这些基金不愿宣传，而是监管机构不允许其在大众媒体曝光。很多大型对冲基金连一个公众网站都没有，也从不接受媒体采访。少数的媒体报道也以负面为主，例如索罗斯如何攻击亚洲货币、麦道夫如何骗人等。相反，大批优秀的基金管理人默默无闻，年复一年低调地为他们的投资人创造着稳健的回报。

说对冲基金投机和高风险是一个误解。高额的激励机制必然决定了大批杰出的投资经理从传统投资业流入对冲基金。很多人自己的钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也在基金里，他们追求的是稳健回报，而不是高风险的投机。对冲的本义就是“规避风险”。牛市能赚钱算什么本事？熊市能不亏、少亏，甚至能赚，才是真正优秀，才值得投资人高费用聘请。而作为对冲基金主流客户的有钱家族和机构投资者，资本翻倍的吸引力远不及亏本带来的灾难性风险。试想某欧洲第三代爷爷留下来的“老钱”，它投资求的是本金的安全和保值，而不是高额回报。这一类对冲基金期望的回报率通常在15%~25%，而它们的卖点在于对风险的控制，即使在很差的年头也希望将亏损率控制在10%以内。这一点深得机构投资人喜爱，即所谓业绩与传统投资产品的低相关性。

对冲基金这一个古老的行业，历来是有钱人的特区。作为一种投资产品，有它存在的必然性。不管金融风暴带来多大的冲击，也不管监管机构出台什么样的限制政策，最优秀的经理人都宁愿管自己的钱也不愿给传统基金打工。资本市场的不对称性也决定了优秀的经理人在脱离传统基金后一定有更出色的表现。有表现就有人愿意出“2-20”的价钱（即2%的管理费，20%的业绩提成）把钱交给他们管，就有了对冲基金。

近年来，对冲基金在美国和欧洲机构投资人中已经逐步普及。在中国以中国投资有限责任公司为首的投资机构也开始投入国际对冲基金。同时本土的阳光私募基金迅速发展，随着中国资本市场的进一步开放和监管机制的完善化，相信不久的将来就会普及起来，并向国际对冲基金靠拢。《对冲基金到底是什么？》用非常通俗的语言比较全面和精练地介绍了对冲基金行业，在今天很有意义，希望能进一步促进国内外同行间的交流。

罗佳斌

于香港

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



推荐序三 Preface

对冲基金与金融的开放

南美洲有一种植物，它的果实色泽鲜艳且传其有剧毒，因而被称为“狼桃”。虽然该植物成熟时鲜红欲滴，美丽诱人，人们还是对它敬而远之，无人敢冒险吃上一口。直到后来，有胆大者“拼死吃狼桃”，才发现狼桃居然无毒，不仅无毒，反而营养极为丰富。从此，“狼桃”风靡全世界，为世人喜爱。

时至今日，我们早已知道“狼桃”即为番茄，但将“番茄”视做“狼桃”，因无知而恐惧，因误解而隔阂的案例却从未消失过。对冲基金即是一例。

国人对对冲基金的认知可追溯到1998年。1998年的亚洲金融危机，索罗斯狙击港币，他所掌控的量子基金与香港金融管理局激战近一个月，最后一败涂地。但凭恃一己之力竟可对抗一个政府，其所带来的震撼实在太过巨大，使得“金融大鳄”之名为国内尽知。

量子基金正是对冲基金的一种，在此种背景下，加之国内的金融政策，对冲基金在国内所受礼遇如何，可想而知。对冲基金的命运一如番茄，一度被视国人视做洪水猛兽，很长时间内几乎是谈对冲基金而色变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其实在国外，从收益和风险两个角度来看，对冲基金都是回报极佳的金融产品。然而，政府出于金融安全和管制的考虑，一任对其妖魔化。

正如苏格拉底曾经指出的那样：最大的恶是无知。这种建立于蒙昧基础上的憎恶将带来更大的危险，它使人丧失客观的评判标准，而与真相相去万里。这种无知的后果在2008年的金融危机中被放大到极致。

2008年的金融危机，我们所受冲击甚大，但对次贷、对冲基金等金融概念却近于无知，片面臆断近于盲人摸象，仓皇恐惧犹如同影子敌人作战。看到国内各色谬种流传，实在让人痛心。这种受困于体制的弊端和信息的匮乏，远甚于危机本身。

然而政府却对金融开放面临的风险心有疑惧，生怕稍有闪失，后果不堪设想。在某些人眼中，金融安全对于中国来说，是一个远比战略核武器更需要严密监督的领域。在建立起一个强有力的金融安全监管机制之前就贸然全面开放，乃是取乱之道。在金融安全的名义下，中国金融开放的进程仍是亦步亦趋。

因此，陈志武教授在《金融的逻辑》一书中痛下针砭："中国要成为创新型国家，如果在金融方面的创新不显著，那么其他行业也不可能实现创新。中国式的监管，并不能提高自身抵御风险的能力。打个比方，把一个人关在屋子里不让他去学游泳，他当然不用担心被水呛住，但他也学不会游泳，等下次掉进水里，他就会淹死。"

相对于政府层面的保守与疑虑，民间表现得更为积极、主动、充满活力。如今的私募大放异彩，各种天使投资人层出不穷，与改革开放以来中国经济的发展一脉相承，中国金融的进程在很大程度上将有赖于民间资本和金融实践者的推动。而有着国外金融从业经验的中国人，则无疑会成为未来中国金融开放和创新的主力军。黄徽便是其中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的佼佼者。

黄徽可谓少年英才，留学美国时放弃博士学位，进入对冲基金行业，跻身华尔街的顶尖金融高手之列，他参与负责管理的对冲基金在2007年被美国著名的《彭博市场》杂志依据三年业绩列为全球宏观基金前十名。这份成绩，足可佼佼不群。而今他自行创业，如何作为让人期待。

当黄徽的书稿放在眼前时，我还是有点小小的吃惊。我惊奇于他对文字的把握，在书中，他谈武侠，谈修持，游戏文字间便用中国人熟悉的概念逻辑把对冲基金解释得面面俱到，竟有了“乃至童子戏，聚沙成佛塔”的意味。

我想黄徽的优势在于，他是中国人，有着中国人的逻辑，可以用地道的中文表达，同时他亲自操作过对冲基金，真正在对冲基金这个江湖中搏杀过，搏杀过则心下了然，故下笔极清楚，读来可明白。国内一直混淆不清的对冲基金，在黄徽的阐释下，可谓“满目青山空念远，如今俱到眼前来”。

更令人欣喜的是，黄徽延续了陈志武教授一直在做的金融启蒙工作，他也视此为己任：“我更希望它是一本启蒙读物，一本好看的启蒙读物。”我深以为然，也希望有更多像黄徽这样有海外金融实践的朋友加入这项工作，因他们的努力，中国可早日将制度成本转换为制度资本，走出“中国人勤劳而不富有”的困境。

是为序。

吴晓波
于杭州

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目录 contents

推荐序一　江湖代有英雄出 / VII

推荐序二　对冲基金在中国的发展 / XI

推荐序三　对冲基金与金融的开放 / XIII

上　篇

对冲基金就是一个江湖 / 3

对冲基金的三个特点 / 7

阿尔法和贝塔 / 8

对冲基金即江湖 / 13

七种武器：对冲基金常见投资策略 / 17

长生剑/宏观（Macro） / 20

孔雀翎/统计套利（Statistical Arbitrage） / 23

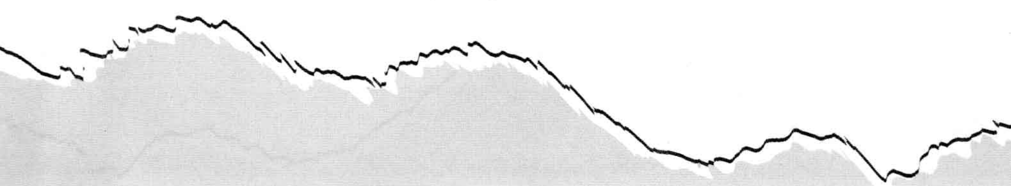
碧玉刀/事件驱动（Event Driven） / 26

多情环/可转换套利（Convertible Arbitrage） / 27

离别钩/相对价值（Relative Value） / 28

霸王枪/新兴市场（Emerging Market） / 30

拳头/股票对冲（Equity Hedge） / 31



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运用之妙，存乎一心 / 33
控制风险不露破绽 / 34
套利不是坏事 / 36

剑气满天：基本面分析vs.技术分析 / 39
纷争由来已久 / 42
怀疑的声音 / 44
市场是对还是错 / 47
招要活使 / 49

一剑飞仙：对冲基金经典投资案例 / 53
1992年狙击英镑 / 56
1997年亚洲金融危机 / 58
1998年美国长期资本管理公司崩盘 / 62
2000年沽空安然 / 64
2006年Amaranth崩盘 / 67
2007年保尔森的暴利 / 68
2008年金融危机 / 71

血海飘香：对冲基金经典败局案例 / 77
亡命天涯 / 79
天下第一骗局 / 81
窃听风云 / 83

华山论剑：著名对冲基金经理简介 / 87
东邪/布鲁斯 · 科夫纳 / 89
西狂/肯 · 格里芬 / 90
南帝/史蒂文 · 科恩 / 91



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

北丐/保罗 · 琼斯 / 92
中神通/乔治 · 索罗斯 / 92
独孤求败/詹姆斯 · 西蒙斯 / 93
激荡三十年 / 95

金融生态：对冲基金相关金融生态环境 / 97
对冲基金大本营 / 100
需要监管 / 102
监管需要帮助 / 106
对冲基金为什么扎堆 / 108

侠之大者：对冲基金经理必备素质 / 113
对冲基金经理基本素质 / 115
投资和兵法 / 119
为国为民，侠之大者 / 121

武穆遗书：上篇小结 / 123

下 篇

对冲基金就是一种修行 / 129

持戒：漫谈风险控制等 / 135
主观的和系统的 / 138
财富公式 / 139
龙蛇混杂 / 140
对冲基金经理是职业运动员 / 141
别人都在做 / 143



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忍辱：漫谈行为金融学 / 147

为何不放手 / 150

别爱上股票 / 151

求人不如求己 / 153

精进：简介部分投资策略思路 / 155

除了巴菲特和索罗斯 / 158

读书要小心 / 160

KISS 原则 / 162

禅定：漫谈禅和投资 / 165

要做和大多数人相反的事情 / 167

知之为知之，不知为不知 / 168

戒贪嗔痴 / 169

布施：泛谈公益组织 / 173

把慈善和公益分开 / 175

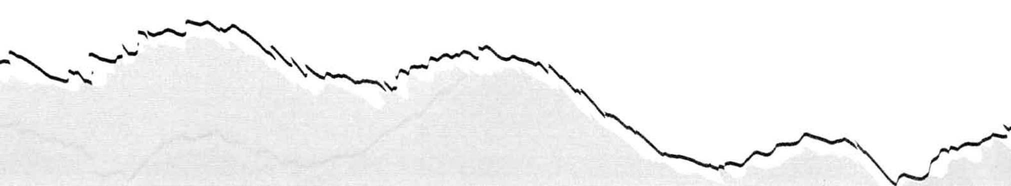
公益组织的重要法则 / 177

智慧：下篇小结 / 181

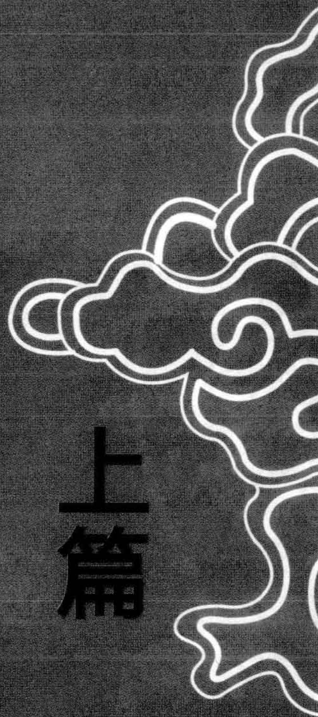
跋：对冲基金是个好东西 / 185

——陈志武、吴伯凡、黄徽谈对冲基金

致谢 / 207



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上篇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金就是一个江湖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三年前，有一次和著名才女明星约谈做公益的事情。见了面坐下来，朋友介绍我说是在美国做对冲基金的。明星问：“总是听说对冲基金，对冲基金到底是什么？”

在对冲基金这个行业摸爬滚打了好几年，却从来没有被人这样直截了当地问过。对冲基金到底是什么呢？这是一个没有准确定义的、界限含糊的概念，而且随着时间的推移在演变。业内的人并不深究对冲基金的定义，也没人觉得有这个必要。就像一个以杀猪为生的屠户，从来没有思考过猪的定义一样自然。可是对没有见过猪的人，怎么解释猪是什么呢？

哺乳纲偶蹄目猪科的一属。你明白了吗？

我无法用一句话给出一个《辞海》般的解释，于是从字面开始。什么是对冲（hedge）呢？对冲一般是指在买进一个东西的同时沽空另外一个，以达到规避风险的目的。那什么又是沽空（又叫卖空，Short Selling）呢？沽空就是如果投资人预期价格会下跌，在手中不持有证券的情况下，向券商借入证券以卖出，在将来某

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个时候再回补，赚取差价。

明星有点困惑。

比如说一只股票现在的股价是每股100元，我可以找券商借来把它卖了，等它跌到每股80元时再买回来还回去，这样我就赚了20元的差价。

明星好像明白了。

许多描述对冲基金的书都是从最早的艾尔弗雷德·琼斯（Alfred Winslow Jones）在1949年创办的基金[①]讲起。他的基金在买进一些股票的同时沽空另外一些股票。这样不论股票整体是涨还是跌都没有关系，只要他买进的股票比他卖空的股票涨得多或者跌得少，基金就赚钱了。

明星想了一下，好像明白了。

刚才说的是早期典型的对冲基金，现在对冲基金这个概念的内涵更广，可以用各种手法操作各种金融工具，还可以使用杠杆（leverage）。杠杆指的是利用信贷手段使自己的资本扩大，简单说就是借更多的钱去炒作。

已经三分钟过去了，我们还是开始谈公益吧。

会谈结束以后，同去的朋友说："我觉得你解释得不好。"

---

① 业内的朋友陈凯丰指出，也有说法是著名经济学家凯恩斯是最早的对冲基金经理。凯恩斯在20世纪20年代曾经为国王学院、剑桥大学等机构管理资产，据说投资回报远超过英国股市大盘。他早年个人投机于外汇和大宗商品，管理机构资产以后投资风格逐渐从对经济周期的预测转移到对公司基本面的分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金的三个特点

业内的朋友黎彦修在接受新浪财经采访时说：

“对冲基金很难用几句话讲清楚，您刚才讲的这些都是对的，但是不全面。对冲基金首先是一个私募资金，另外还具有三个特点：

“第一，对冲基金一般来说都可以利用一定程度的杠杆，比如说你接管10亿美元，那么你实际操作的可能是20亿美元，也可能是100亿美元，美国长期资本管理公司（LTCM）在1998年垮台的时候，它的杠杆作用达到100倍。

“第二个特点，对冲基金的概念主要是与共同基金相对而言的。这是很有意思的一个事情，对冲基金可以做空，并不是它一定要做空。现在有一部分基金只做长线，如果它觉得市场不好的话就可以用指数对冲一下，但是并没有被要求一定要对冲，而是它有这样的机会；但共同基金就不可以这么做。

“第三个特点，就是对冲基金的手续费一般比较高，一般来说，有2%的管理费，还有20%的分成费。对冲基金的种类也是各式各样，有的专门做股票，做股票也有两种做法：一种只做长线股票，哪儿市场好他跑到哪儿去，希望每年把市场最好的一块找出来；第二种就是有长有短，比如说你有10亿资金，你就用10亿做多，用5亿做空，或者用3亿做空，这也是一种。除此之外，还有一种是比较数量化的，比如使用一些统计的模型。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"从对冲基金的投资收益特点来看，可以分为两种：一种是做多和做空对冲得非常好，变化幅度小，相对来说收益比较稳定，但不会很高，通常差不多为15%；还有一种做法，只要求回报，这种变化幅度可能非常高，每年可能达到20%~30%的浮动，但是收益可以达到30%~40%。

"对冲基金经营的金融产品是非常广泛的，我们所能想得到的金融产品基本上都有对冲基金在经营。或者放一块儿去做，或者单独做某个金融产品。比如有的人专门做货币，这也是一种对冲基金；有的人专门做石油，做大麦，做豆子，这也是一种对冲基金；有的人专门做股票，有的人专门做债券，还有的人专门跑到第三世界，就是到新兴的市场去做，这也是一种方法。"

"猪！你的鼻子有两个孔，感冒时的你还挂着鼻涕牛牛。猪！你的耳朵是那么大，呼扇呼扇也听不到我在骂你傻。"你明白猪是什么了吗？

阿尔法和贝塔

这个世界上有一种东西叫做钱。我们把一些钱放在一起管理和运作，基金（fund）一般就是指这笔用于特定目的的钱，有时候也可以指管理和运作这笔钱的组织。

如果这笔钱的目的是为了钱生钱，可以称为投资基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Investment Fund)。

钱怎么生钱呢？如果钱用来购买实物商品，然后再卖了变成钱，这是贸易，不是我们说的钱生钱。当然钱也不能直接就变成更多的钱。在钱生钱的过程中，钱要先变成一些虚拟的但是又值钱的东西。这些虚拟的东西是各类财产所有权或债权的凭证，也就是证券（securities)。

在投资完成以后，钱的变化就是回报，或者叫收益率(return)。我们希望收益率是正的，但有时候它也可能是负的。在投资之前，我们无法知道会赚钱还是会赔钱。这种不确定的损失叫做风险（risk)。

最安全的投资是购买国债（或者存银行)。我们基本把它们视为无风险投资，它们的回报率也就是无风险收益率（Risk Free Return)。投资就是为了获得比无风险收益率更高的回报。接下来我们考虑的收益率都是超出无风险回报率之上的那一部分，可以称为额外收益（Excess Return)。

风险和回报一般成正比，风险越高，回报越大。

我们通常同时投资多个证券产品，这些产品的集合就叫做投资组合（portfolio)。

到这里需要暂停一下，我们要引入两个希腊字母，阿尔法（α，alpha）和贝塔（β，beta)。这两个拗口的名字是希腊语的前两个字母，相当于英语的A和B或者中文的甲和乙。

现代金融理论认为，证券投资的额外收益率可以看做两部分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之和。第一部分是和整个市场无关的，叫阿尔法；第二部分是整个市场的平均收益率乘以一个贝塔系数。贝塔可以称为这个投资组合的系统风险。

初中物理告诉我们，当一个人在行驶中的火车上走的时候，他的速度等于他对于火车的相对速度加上火车的速度。证券投资组合的额外收益率等于它的相对收益率加上整个市场的涨跌所提供的那一部分。但区别在于，火车速度对于在同一辆火车上的每个人而言都是一样的，而整个市场的涨跌对各个投资组合提供的收益率却可能不同。这就是贝塔系数，它取决于这个投资组合和市场的相关性以及投资组合相比市场的风险大小。

一般的投资组合的贝塔系数通常是正的。这样，如果整个市场涨了，整个市场的平均收益率乘以贝塔系数就是正的，对投资组合的贡献也是正的。但如果整个市场跌了，这一部分对投资组合的贡献也就是负的了。股票指数基金的贝塔系数一般在1左右。

在把收益率分解成阿尔法和贝塔两部分以后，一个最重要的事实是，这两部分的价值是不一样的。

简单地说，阿尔法很难得，贝塔很容易。只要通过调节投资组合中的现金和股票指数基金（或者股指期货）的比率，就可以很容易地改变贝塔系数，即投资组合中来自整个市场部分的收益。而阿尔法是如此难得，以致许多金融教授们根本不相信它的存在。

因此阿尔法会很贵，而贝塔很便宜。

指数基金（Index Fund）和交易型开放式指数基金（ETF，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Exchange Traded Fund）是购买纯贝塔的工具。因为只有贝塔，所以它们一般只收取很低的基于资本总量的管理费（Management Fee）。没有阿尔法，所以它们一定不会收取基于利润的分成费（Incentive Fee）。

我们常见的公募基金，即共同基金（Mutual Fund），除了指数基金以外有许多是主动型的，基金经理试图获得更好的绩效，也就是除贝塔以外还想得到些阿尔法。但美国的学术研究发现，一般来说共同基金其实是没有阿尔法的，所以共同基金一般都只收取比较低的管理费。

想获得阿尔法靠的是真本领。贝塔只是随大势，但“水可载舟，亦可覆舟”。国内的许多基金都只有贝塔，当然这很大程度上是因为缺乏金融工具的选择，比如在融资融券出台之前不可以沽空。当大盘开始暴跌的时候，也就是“股神”神话破灭的时候。

业内的朋友刘震有个比喻：阿尔法是肉，贝塔是面。指数基金全是贝塔，卖的是馒头；主动型公募基金卖的有肉有面，是包子；而对冲基金卖的就是纯肉。肉比包子贵，包子比馒头贵。

多年以前学术界不相信阿尔法的存在。没有肉，只吃馒头。业界因此催生了指数基金等产品，目的就是为了给公众提供便宜的贝塔。近年来，许多人渐渐相信阿尔法是存在的。专攻阿尔法的投资开始兴起，它们被称为另类投资（Alternative Investment），或者替代投资、非主流投资。主流投资是购买贝塔，非主流投资是购买阿尔法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



另类投资有许多种。如果投资于非上市股权，或者上市公司非公开交易股权，就叫做私募股权投资（Private Equity，简称PE)。广义的私募股权投资涵盖了企业首次公开发行前各阶段的权益投资，包括大家可能熟悉的创业投资（Venture Capital，简称VC、创投）等。

那我们最关心的对冲基金（Hedge Fund）投资什么呢？现在的对冲基金基本上投资所有的有价证券。只要证券有价格，有可能在买进卖出的过程中赚钱，就可能有对冲基金去做。为了跟私募股权投资基金区别开来，如果基金主要做的是上述的私募股权投资，它就算是私募股权投资基金，不然就可以算做对冲基金。现在对冲基金也可能做私募股权投资，而私募股权投资基金也可能做对冲基金做的事情，界限越来越模糊。

现在我们渐渐清楚了，试图获得纯阿尔法的，又不像私募股权投资基金那样投资于非公开上市交易股权的基金，就是对冲基金。

因为对冲基金获得的是纯阿尔法，阿尔法又很难得，所以它们才有资格收取很高的管理费（一般是每年收取资产的2%左右）和分成费（一般是利润的20%左右）。因为它们一般没有什么贝塔，所以它们的收益率基本不受整个市场走向的影响。不论市场大盘涨了或者跌了，成功的对冲基金都应该赚钱，基本没有市场系统风险，这也就是“对冲”这两个字的意义。

正因为阿尔法难得，对冲基金行业中滥竽充数者也比比皆是。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些号称对冲基金，其实提供的都是贝塔。说卖的是肉，其实只是馒头，或者是包子里搭了那么一丝肉。要甄别阿尔法和贝塔，有时候并不是一件很容易的事情。

为了最大限度获取难得的阿尔法，对冲基金往往运用最新的投资理论和极其复杂的金融市场操作技巧，充分利用各种金融产品，承担风险，追求高收益。因为它们需要操作灵活，所以政府对它们的监管很少，也正因此往往限制它们允许接纳的投资者的类型。现在一般局限于机构投资者和被认为可以承担高风险的富有人群，不可以对普通公众开放。

猪就是肉吃起来味道不错的动物。你明白猪是什么了吗?

对冲基金即江湖

麦肯锡有一个著名的“30秒电梯理论”。麦肯锡咨询公司的项目负责人在电梯间遇到了目标客户的董事长，却因为无法在30秒时间内把事情说清楚而痛失商机。从此麦肯锡要求员工一定要在30秒内说清楚任何项目。

怎样才能够在30秒时间里，告诉一个对金融缺乏了解的人，到底什么是对冲基金这么复杂的问题呢?

其实不用30秒，10秒就够了。

如果有人问你，对冲基金到底是什么?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你（深沉的）："其实，对冲基金就是一个江湖"，停顿5秒，目视远方（悠悠的眼神），叹一口气，喃喃自语，"江湖……"

对冲基金是所有合法行业中最像江湖的。

冯仑在《野蛮生长》中提到，民营企业是很像江湖的。庙堂之高，江湖之远，远离庙堂的就是江湖。对冲基金到目前为止基本不受政府的监管，因为属于私募的性质所以没有股东，没有实体商品的买卖因此没有物流，所以打交道的主要对象只有三个：基本上只有输钱的时候才会关心的客户，即投资者；希望从中得到生意的交易对象，即券商和其他服务商；还有看得见（从电脑屏幕上）摸不着的市场。

只要有人在卖的东西，基本上没有什么不能买的。这是典型的江湖气息（对冲基金一般在初创阶段会限制自己的投资产品范围并向投资者说明）。

和在投资银行上班必须西装革履不同，对冲基金的办公室里，人们大都是爱怎样就怎样，只要能赚钱。

跟政府和社会基本不发生关系，不仅是在江湖，已经是在天涯了。"天涯远不远？""不远！""人就在天涯，天涯怎么会远？"

江湖最大的特色就是快意恩仇。武功高下，生死立判。或者说，直接。

如果按照弗里德曼的观点，利润最大化是企业的唯一目的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那对冲基金就是所有合法行业中获取利润最直接的。

资本一般需要经过生产和销售的过程才能再次转化成更大的资本。到了资本主义的极致形式，资本直接变成资本，钱生钱，其中最有效率的就是对冲基金。

没有一个其他的行业有这样明确的、客观的衡量标准：每个月的回报率都是公开的（至少对投资者而言）。如果有一段时间持续不赚钱，基本上就很难维持下去了。就好像江湖一样，胜者为王，而失败也往往是转瞬间的事情。它常常会印证电影《无间道Ⅱ》里那句著名的话：出来混，迟早是要还的。

现在人们说金融市场里是没有硝烟的战争，这么说来对冲基金经理就是和平年代的将才。极少有行业为个人提供这么大的杠杆——一个人可以调度数亿甚至数十亿美元，有的时候跟大企业甚至国家政府开战。极少有行业可以为个人在这么短的时间里提供这么高的财富回报。成功是那么的让人艳羡甚至嫉妒，媒体和坊间流传着各种江湖传奇和谣言。

古龙说，有人的地方，就有江湖。

原来猪就是一个江湖，对冲基金就是一个江湖。[①]

---

① 一位业内的朋友不同意把对冲基金比做江湖。他说："把我们这个行业描述成江湖会使它对公众更神秘，从事这个行业的人更容易被当成是喜欢兴风作浪的一群人。对冲基金的目标是为投资者保有财产并提供低风险的绝对回报，我们使市场更加有效率。可惜的是这个行业的名声现在已经受损，把它比拟成江湖，可能会使公众对它更难建立起客观公正的认识。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量所有按申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



chapter 2

七种武器：对冲基金常见投资策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

古龙小说《七种武器》里，列出了长生剑、孔雀翎、碧玉刀、多情环、离别钩、霸王枪、拳头等七种非一般江湖武器，分别对应着笑、自信心、诚实、仇恨、戒骄、勇气和不放弃。

在介绍对冲基金江湖里常见的七种武器之前，先要解释一个词：套利（arbitrage）。在某种东西有两种价格的时候，我们以较低的价格买进，较高的价格卖出，这就是套利。同一种商品两种价格的无风险套利机会极少出现，有的时候相似的产品有两种价格，我们试图赚取价差，这也叫套利。

在20世纪80年代初的中国，套利还有一个名字——投机倒把。

对冲基金就做很多“投机倒把”的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长生剑/宏观（Macro）

许多江湖上最强的高手都是使剑的。

许多江湖上最强的高手都是做宏观的。

曾经名满天下的索罗斯的量子基金就是做宏观的，还有比如保罗·琼斯（Paul Jones）的都德期货基金，布鲁斯·科夫纳（Bruce Kovner）的卡克斯顿（Caxton），路易斯·培根（Louis Bacon）的摩尔全球基金等。

宏观对冲基金经常在对宏观经济和金融环境分析的基础上直接对股市、债券、外汇和大宗商品进行操作，主要是做些方向性（directional）的交易，比较少做对冲和套利。它们经常使用诸如期货（future）这样的衍生品，但一般先对原生资产（Underlying Asset）的走势作出判断，然后再通过一些流动性好的衍生产品（derivatives）去操作。他们很少从事原生资产和衍生产品之间的套利。

这里得解释一下什么叫做衍生产品。金融衍生产品通常是指从原生资产派生出来的金融工具。衍生，就是一种父子关系，没有老子就没有儿子。原生产品和衍生产品之间的关系就是老子和儿子的关系。在金融市场里单亲就可以繁殖。比如把一只股票作为原生资产，那么它所对应的期货就是它的衍生产品。

期货是一种合约。交易双方约定在未来某一特定时间、以某一特定价格买卖某一特定数量和质量的原生资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



期权（option）是另一种合约。它规定了在某一特定时间、以某一特定价格买卖某一特定种类、数量、质量的原生资产的权利。买期权的这一方在期权到期的那一天可以决定买或不买。

期货和期权的价格随着原生资产的价格变动。“儿子”的价格在很大程度上是由“老子”的价格决定的。其他许多因素，比如距离到期还有多少时间、市场利率等也产生影响。

为什么要凭空创造出这些“儿子”们呢？有很多好处，比如可以方便对冲。还有一个好处是标准化，比如期货合约是期货交易所制定的标准化合约，对合约到期日及其买卖资产的种类、数量、质量作出了统一规定。大家都买卖一样的东西，市场集中了，流动性（liquidity）就好了。

流动性是一个非常重要但却经常被忽视的概念。它指资产能够以一个合理的价格顺利变现的能力。它是一种投资的时间尺度（卖出它所需的时间）和价格尺度（与公平市场价格相比的折扣）之间的关系。

流动性最好的是钱本身。外汇、国债、股指期货、部分大宗商品期货、大盘股都有非常好的流动性，基本上在任何时刻都可以在市场价附近买进卖出。小盘股的流动性比大盘股差，因为成交量少，今天一次想卖2 000股却没有那么多人买，等卖完的时候价格早已跌了。房产的流动性更差一些，联系房产经纪到出手要几个月时间。前段时间次贷危机时，有些有毒资产（Toxic Asset）的流动性非常差，再怎么打折都卖不掉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流动性不好的产品常常不是根据市场定价的（Mark to Market），而是根据模型定价的（Mark to Model）。有时候就会出现一个问题，通过模型算出来是0.4元，告诉投资者我们这个月又赚了5%，但如果真的要立即清盘，市场上只能卖到0.28元。

一般来说，当经济出现危机的时候，流动性好的资产会受青睐，因为大家不知道什么时候就会缺钱需要马上变现。

宏观对冲基金的特色是它们一般只操作流动性最好的金融产品，而且一般不频繁交易，持有时间会很长。因此它们有最大的容量（capacity），即有能力管理很多钱。比如索罗斯年轻的时候也是做股票的，后来管理的资产越来越多，转型到主要做宏观也有些被迫的成分。

宏观对冲基金通常可以分为两类：一类的决策是主观决定的（discretionary），另一类的决策是基于模型的。

主观决定的宏观对冲基金的代表是索罗斯的量子基金，它是1992年狙击英镑和1997年亚洲金融危机的主要参与者。其实绝大多数的宏观对冲基金要温和得多，而且杠杆相比其他类型的基金并不高。近年来投资者对风险控制越来越重视，宏观对冲基金也注意分散风险，很少像当年那样主动狙击了。

基于模型的宏观对冲基金有些专攻外汇，更多是属于一类叫做管理期货（Managed Future，或者称为Commodity Trading Advisor，简称CTA）的。管理期货基金一般基于模型去操作全球

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



期货（包括股指期货、国债期货、大宗商品期货等）和外汇，策略上多是趋势投资。2008年“武林浩劫”，其他类型的基金惨败，这类基金反而有非常好的表现。

“仙人抚我顶，结发受长生。”宏观对冲基金偶有挫折，但能在江湖上屹立30年不倒的，不少是做宏观的。宏观对冲基金是长生的。

孔雀翎/统计套利（Statistical Arbitrage）

暗器是神秘的。

统计套利是神秘的。

孔雀翎是天下最强的暗器。

从外表看来，孔雀翎是个由纯金铸成、闪闪发光的圆筒。启动开关后，筒里的暗器便飞射而出。据说暗器发射出来时，美丽得就像孔雀开屏一样，辉煌灿烂。然而，就在你惊叹之际，它已经要了你的性命。

——古龙《孔雀翎》

统计套利是一种基于模型的中短期投资策略，使用量化分析的方法挖掘投资机会，其收益并不取决于整体市场走势。

在这里我们把基于模型的股票市场中性基金（Equity Market

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Neutral）也算在统计套利中。有一类近年来兴起的统计套利主要从事高频率（High Frequency）的交易，持有时间往往只有分秒甚至更短；股票市场中性基金持有时间长一些，可以周或者月为单位。股票市场中性基金一般会买进和沽空相同数目的股票，因此基本不受市场系统风险的影响。还记得前面提到过的1949年最早的对冲基金吗？我们在第一章里提到的艾尔弗雷德·琼斯的就是股票市场中性基金。

统计套利一般是夏普比率最高的，尤其是高频率的策略。

夏普比率（Sharpe Ratio）又被译为夏普指数，由诺贝尔经济学奖获得者威廉·夏普（William Sharpe）于1966年最早提出，目前已成为国际上用以衡量基金绩效表现的最为常用的一个标准化指标。用基金净值增长率的平均值减去无风险利率再除以基金净值增长率的标准差就可以得到基金的夏普比率。简单地说，就是回报率与风险之比。

夏普比率表示了赚钱的稳定程度。夏普比率越大越好。大于0是赚钱；大于1是蛮好；大于2是很好，基本上每个月都在赚钱了；如果夏普比率达到7或者10，那就是几乎每天都在赚钱。

平时大家最关心的是基金的回报率问题。但在对冲基金这个江湖，最关心的一个数字就是夏普比率。这主要是因为，不像共同基金，对冲基金可以灵活地运用杠杆来调节需要的风险，而较少受到资本量本身的限制。比方说如果夏普比率是2，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



么同样的策略，既可以做到10%的风险和20%的回报，也可以做到20%的风险和40%的回报。一般来说，基金的风险是根据投资人的风险承受能力设计的，然后提供风险乘以夏普比率的回报。

高频率的统计套利有更高的夏普比率的一个主要原因是投资的平方根法则（Square Root Rule）。一般来说，如果有同样的预测准确性，预测和交易越频繁，夏普比率越高。如果从一年一次变成3个月一次，夏普比率就可以提高$\sqrt{4}$，即2倍。当然也不是那么简单，通常如果预测越频繁，预测准确性也会同时下降。

统计套利还有一个重要的限制，即容量。许多统计套利模型都是专注于市场中某一个小地方的非有效性（inefficiency），也就是赚钱的机会。这样的机会可能可以非常稳定地赚钱，但却往往无法容纳很多的钱进去操作。

投资策略的夏普比率一般和容量成反相关。

暗器最重要的是如何打造机关，孔雀翎的图纸是天下英雄争夺的宝物。

而统计套利最重要的则是模型。

到底什么是模型呢？在这里它一般是一个计算机程序，用计算机语言实现了一些数学方程式，可以把它理解成一个黑盒子。一些被认为可以用来预测市场的数据进入这个黑盒子，出来的时候就是预测结果：应该买什么卖什么，买多少卖多少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

天下最强的暗器的制作图纸，除了它的主人以外，没有人见过。见过的人都死了。

天下最赚钱的统计套利模型，除了它的主人以外，也没有人见过。

碧玉刀/事件驱动（Event Driven）

傅红雪的手里握着刀。

一柄形状很奇特的刀，刀鞘漆黑，刀柄漆黑。

他正在吃饭，吃一口饭，配一口菜，吃得很慢。

因为他只能用一只手吃。

他的左手握着刀，无论他在做什么，都从没有放下过这柄刀。

——古龙《边城浪子》

事件驱动对冲基金主要投资于公司重大事件造成的机会，如并购、破产重组、资产重组和股票回购等。

事件驱动常见的有如下这几招：

廉价债券（Distressed Debt，又称困境债务、危难债券），主要投资于破产、濒临破产或者严重经营不善的公司。一个思路是深度价值（Deep Value）投资，即大量买入困境公司的证券，然后积极改善公司运营，提升证券价格；另一个思路则是买入一些沽空另一些，比如资本结构套利（Capital Structure Arbitrage），买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



入同一家公司的某种证券同时沽空另一种，从差价中牟利。

并购套利（Merger Arbitrage，又称风险套利），主要是投资于将要并购的公司股票。最常见的是购买被收购的公司的股票，同时沽空收购方公司的股票。一般来说，在甲公司公布将以某价格收购乙公司时，出价一般会高于乙公司现有价格。乙公司股票价格会上涨，但一般不会立刻达到甲公司的出价，因为总有不能成交的风险。并购套利基金如果相信收购会成功，它们会购买乙公司股票同时沽空甲公司。有时还会有第三方加入进一步提高股价，这样也会对并购套利基金有利。

特别时机投资（Special Situations），主要投资于资产重组的公司。国内前段时间流行ST重组潜力股，富贵险中求，即属于此类。

激进投资（activist），一般不满于某公司现有的管理和战略，于是收购公司的较大一笔股份，然后试图影响董事会和公司决策，改善公司运营和提高股价。它们的行为又被称为股东权益运动、股东积极主义。

刀不轻易出鞘。一出鞘就要见血。

多情环/可转换套利（Convertible Arbitrage）

多情环这样的兵器可不是业余闹着玩的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可转换债券也不是业余闹着玩的。

可转换债券（Convertible Bond），简称可转债，又叫可换股债券。

可转换债券很有意思。它是一种债券，但又可以转换为债券发行公司的股票。转换比率一般会在发行时确定。

从本质上讲，可转换债券是在发行公司债券的基础上，附加了一份期权，允许购买人在规定的时间内将其购买的债券转换成指定公司的股票。

可转换债券比较复杂。作为债券它有利率风险和久期风险；作为股票它有股市风险；期权部分有波动性风险；一般发行可转债的不是信用最好的企业，有信贷风险；缺乏流动性有流动性风险。这可不是业余闹着玩的，有兴趣的请查看相关专业书籍。

可转换套利最常见的一个思路是购买公司的可转债，同时沽空股票。这其中牵扯到许多技术细节，在这里就不展开讨论了。

可转换套利最不愿意见到的情形在2005年发生了。美国通用汽车公司的信用评级被降低的同时，超级富豪柯克·克科里安（Kirk Kerkorian）出价购买它的股票。可转换套利基金由于同时买进了债券沽空了股票，两边都受损。

离别钩/相对价值（Relative Value）

“我知道钩是种武器，在十八般兵器中名列第七，离别钩呢？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“离别钩也是种武器，也是钩。”

“既然是钩，为什么要叫做离别？”

“因为这柄钩，无论钩住什么都会造成离别。如果它钩住你的手，人的手就要和腕离别；如果它钩住你的脚，你的脚就要和腿离别。”

“如果它钩住我的咽喉，我就和这个世界离别了？”

“是的。”

“你为什么要用如此残酷的武器？”

“因为我不愿被人强迫与我所爱的人离别。”

“我明白你的意思了。”

“你真的明白？”

“你用离别钩，只不过为了要相聚。”

“是的。”

——古龙《离别钩》

相对价值（Relative Value）对冲基金，赌的就是相聚。

广义的相对价值对冲基金包括前面说的统计套利，在这里我们所描述的是狭义上的相对价值对冲基金。相对价值对冲基金一般对密切相关的证券（如国债和其他债券）的相对价格进行投资。它们相信各类债券间的差异自然生灭，即在市场作用下，债券间不合理的差异最终会消弭。如果洞察先机，就可利用其中的差异获利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

简单地说，相对价值对冲基金相信市场先生并不是暴躁不安的，总体来说是个乖宝宝，即使偶尔不乖很快也会变乖的。

与宏观对冲基金不一样，相对价值对冲基金一般不做方向性的交易，因此不随着大市场的波动而起落。但由于相关证券之间的价差通常很小，不用杠杆效应的话就不能赚取高额利润，因此相对价值对冲基金比宏观对冲基金更倾向于使用高杠杆。

历史上最著名的相对价值对冲基金是接下来会提到的美国长期资本管理公司，其最终因为高杠杆导致溃败。

业界有个比喻说，相对价值有点像在压路机前面捡硬币。压路机什么时候开过来，很难预测。如果能够捡10年硬币，许多人是愿意赌一把的。

霸王枪/新兴市场（Emerging Market）

一寸长，一寸强。

一寸短，一寸险。

新兴市场（Emerging Market）指的是发展中国家的市场。有的国家，尽管经济发展水平已进入高收入国家的行列，但由于其金融市场发展滞后，市场机制不成熟，仍被认为是新兴市场。和新兴市场相对的是发达国家市场。中国属于新兴市场，但由于金融市场很大程度上还没有开放，往往不列在对冲基金投资的新兴市场范围内。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



新兴市场国家的经济快速增长也带动了市场的繁荣。新兴市场对冲基金投资于新兴市场的各种金融产品。它们往往专攻于某个特定市场，一般偏向多头策略（Long Bias）。

霸王枪是江湖上独一无二的一杆枪，长一丈三尺七寸三分，重七十三斤七两三钱，枪尖是纯钢，枪杆也是纯钢。霸王枪威力无边，却重攻轻守。

新兴市场常常大涨大跌。新兴市场对冲基金有时回报比较高，但波动也会比较大。因为新兴市场对冲基金偏向多头策略，也往往会受世界经济景气的影响。

除了市场本身的风险以外，投资新兴市场还有信息不对称的风险。即便是著名对冲基金经理利昂·库珀曼（Leon Cooperman），也曾经被外号为“布拉格海盗”的捷克人维克多·柯泽尼（Viktor Kozeny）忽悠去买阿塞拜疆的超大型国企油厂，结果以每股25美元的价格从柯泽尼手中接了本来不到每股1美元的期权，后来才发现原来是自己手下的投资经理和柯泽尼串谋。投资经理被捕，但柯泽尼至今依旧在巴哈马岛上逍遥（当地和美国没有引渡协议）。

拳头/股票对冲（Equity Hedge）

最简单最直接的武器就是拳头，每个人都可以使。

最简单最直接的金融工具就是股票，每个散户都在玩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而许多散户使的都是王八拳，就是像王八一样张牙舞爪地随便挥舞，在电脑游戏《金庸群侠传》里又叫野球拳。

没有拳谱的野球拳只能靠慢慢打来实现升级。传说十级的野球拳可以天下无敌，但是一至九级的野球拳实在是狗气不如。等到十级的野球拳练成了，就如凯恩斯说的："长远来看我们都死了。(In the long run， we are all dead.)"

股票对冲（Equity Hedge，又称Long/Short Equity），同时买进和沽空股票，但一般不要求市场中性，即在某一时刻有可能多头多一些，也有可能空头多一些。实证研究显示，长期平均来看它们一般会偏多头。

有些股票对冲基金偏爱价值股，有些偏爱成长股，还有些是看市场机会。但一般都是主要基于对公司基本面的详细分析。按照拳谱一招一式地做各种调研、大量工作，使的可不是野球拳。

有些股票对冲基金主要采取自上而下的分析方法，从对宏观经济的分析出发。更多的股票对冲基金主要采取自下而上的分析方法，对公司本身作大量深入的研究。业内的朋友赵丹阳曾经在决定投资宁沪高速（600377）前亲自到收费站蹲点观察车流量；也听说过有基金经理去肉厂的冷库里数冻猪的数量。总之，要能够发现别人没有发现的机会，几乎总是需要比别人做更多的功课。

江湖上使拳最有名的很多出自一个门派——老虎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由朱利安·罗伯逊（Julian Robertson）创立于1980年的老虎基金曾经是和索罗斯的量子基金齐名的武林泰山北斗。老虎基金早期主要是股票对冲，思路偏向于价值投资，后来也做许多宏观投资。老虎基金在很长时间内非常成功，但1998年由于俄罗斯拖欠外债以及对日元汇率投机失败而蒙受损失。其奉行的价值投资在互联网泡沫期间也无法作为，因此不得已在2000年3月宣布关闭。那也正是互联网泡沫的顶点期，时机选择往往就是如此巧合。一批在老虎基金工作过的少壮派，业界称为“小虎仔”（tiger cubs），继承了老虎基金的衣钵，现在管理着数十家大中型对冲基金。

运用之妙，存乎一心

按照对冲基金研究公司（Hedge Fund Research，简称HFR）的统计，至2009年第一季度，全球对冲基金一共管理13 300亿美元，其中31%投在股票对冲基金，25%投在相对价值对冲基金，20%投在宏观对冲基金，24%投在事件驱动对冲基金。关注亚洲的对冲基金共管理约650亿美元的资产，其中股票类基金345亿（53%），事件驱动类基金81亿（12%），宏观类基金47亿（7%），相对价值类基金178亿（27%）[①]。在对

① 以上各项数字相加之和为651，各百分比相加和为99%，这是由数字的四舍五入造成的。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冲基金研究公司的分类法中，可转换套利被归在了相对价值中，基于模型的股票市场中性基金和其他基于模型的股票基金都被归类在股票对冲基金中。关注亚洲的对冲基金，大部分也可以被算做是新兴市场对冲基金。

前文所述，有些金融工具在国内金融市场还不存在，有些操作还没有办法实现。但有一点是可以肯定的，不论是哪门哪派哪种兵刃，都需要长时间研习。兵刃固然重要，但更重要的还是武学根基，也就是对市场的认识和理解。运用之妙，存乎一心。《天龙八部》中乔峰在聚贤庄以一套众所周知的太祖长拳大战天下英雄：

乔峰眼见旁人退开，蓦地心念一动，呼地一拳打出，一招“冲阵斩将”，也正是“太祖长拳”中的招数。这一招姿势既潇洒大方已极，劲力更是刚中有柔，柔中有刚，武林高手毕生所盼望达到的拳术完美之境，竟在这一招中表露无遗。来到这英雄宴中的人物，就算本身武功不是甚高，见识也必广博，“太祖拳法”的精要所在，可说无人不知。乔峰一招打出，人人都是情不自禁地喝了一声彩！

控制风险不露破绽

这陌生人就随随便便地坐在那里。他本来随时都可以一刀割

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

断他的咽喉。他一向知道他的刀有多快，他一向有把握，但这次他却突然变得没有把握了。

这陌生人虽然随随便便地坐在那里，但却好像一个武林高手，已摆出了最严密的防守姿势，全身上下连一点破绽都没有。

——古龙《边城浪子》

投资最重要的就是控制风险，时时刻刻都得控制风险。

业界有句名谚是，“cut your loss and let your profit run”。就是说，把亏钱的部分减仓，赚钱的部分留着让它继续跑。很多散户的做法恰恰相反。保罗·琼斯（Paul Jones）在电脑桌边贴了张小条“losers average losers”。意思是说，比如某人以每股10元钱的价格买了100股，现在跌到每股6元了。他会说，可以再买100股，这样平均价格就只有每股8元了。保罗·琼斯的小条子就是告诫自己，只有那些注定失败的人才这么做。

投资的另外一个重要工作是风险分散。

谚语说，“不要把所有的鸡蛋都放在一个篮子里”。如果把鸡蛋放在不同的篮子里，只要这些篮子不总是一起被打翻，从数学上说它们的相关系数小于1，整体风险就降低了。至于投资组合里要有多少不同的资产才算分散了风险，没有定论。一般来说，如果信心很足，就可以少分散一些。但别忘了，大多数的投资者，学术界的实证研究说尤其是男性投资者，容易过度自信。

出于分散风险的目的，最好在投资组合中配置一些相关系数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低的资产。比如股票可以搭配些债券，国内资产应该搭配一些全球资产等。

套利不是坏事

高盛的首席执行官劳埃德·布兰克费恩（Lloyd Blankfein）说过，人看蚂蚁觉得都一样，蚂蚁看蚂蚁各不相同。

对冲基金的操作策略都各不相同。有些媒体把对冲基金形容为金融大鳄，实际上绝大部分对冲基金只是按照既定的策略在市场中操作，他们也都是价格接受者，并不会去操纵价格。个别采用狙击策略的，一般也都是顺势而为。在有众多参与者的市场中，很难有力量操纵价格，逆市而为一般是玩火自焚。在很少参与者的流动性不好的市场中，纵然可以把价格推高，最终又能卖给谁脱手呢？

诺贝尔经济学奖获得者哈耶克在他著名的论文《知识在社会中的运用》中写道："我们所必须利用的关于各种具体情况的知识，从未以集中的或完整的形式存在，而只是以不全面且时常矛盾的形式为各自独立的个人所掌握……如果我们想了解价格的真正作用，就必须把价格体系看做一种交流信息的机制。当然，价格越僵硬这种作用就发挥得越不理想。（不过，即使在牌价相当僵硬时，价格变化的力量在很大程度上仍需通过合同的其他条款起作用。）价格体系的最重要的特点是，其运转所需的知识很经济，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



就是说，参与这个体系的个人只需要掌握很少信息便能采取正确的行动。”

社会主义市场经济成功的一个最重要的原因，就是在每个人都不具备完全信息的世界里，价格充当了信息的载体，从而帮助实现资源的更有效分配。合理的价格承载了可以用于作经济活动决策的信息。不合理的价格中掺杂的噪音则往往会起到误导作用。

对冲基金一般对市场规律有更准确的把握，往往能够更早发现不合理的价格。它们通过上述的套利等手段，在牟利的同时消弭了这些不合理的偏差，有利于价格的信息承载，有利于整个社会的经济活动决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



chapter 3

剑气满天：基本面分析vs.技术分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金庸的小说《笑傲江湖》里，华山派分为气宗和剑宗两支。气宗论气内在为先，以气运剑，剑到气到，内功练到了家，剑就练成了。剑宗却认为武功要点在剑上，招法精妙，剑术一成，纵然内功平平，也能克敌制胜。

气宗和剑宗“内争激烈，玉女峰上大比剑，死了二十几位前辈高手，剑宗固然大败，气宗的高手却也损折不少”，“同门师兄弟本来亲如骨肉，结果你杀我，我杀你，残酷不堪。今日回思当年华山上人人自危的情景，兀自心有余悸”。

华山派掌门、气宗的岳不群评价道：“剑宗功夫易于速成，见效极快。大家都练十年，定是剑宗占上风；各练二十年，那是各擅胜场，难分上下；要到二十年之后，练气宗功夫的才渐渐地越来越强；到得三十年时，练剑宗功夫的便再也不能望气宗之项背了。”岳夫人教导说：“本门功夫以气为体，以剑为用；气是主，剑为从；气是纲，剑是目。练气倘若不成，剑术再强，总归无用。”

小说中又出现了一位剑宗前辈风清扬，传给主人公令狐冲一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



套独孤九剑，“总诀式”、“破剑式”、“破刀式”、“破枪式”、“破鞭式”、“破索式”、“破掌式”、“破箭式”和“破气式”。其中如“破剑式”用以破解普天下各门各派的剑法，“破气式”神而明之，存乎一心。令狐冲在内力全失的情况下，仅凭精彩剑招竟然能行走江湖和众多高手相争。

小说的最后，令狐冲习得上乘内功易筋经，终成武学宗师。

纷争由来已久

投资界也分“剑宗”和“气宗”，技术分析（Technical Analysis）还是基本面分析（Fundamental Analysis）的纷争由来已久。

说起技术分析，人们一般都会联想到看价格走势图。在这里技术分析指试图仅从市场数据，即价格和成交量数据，预测价格未来走势的方法。基本面分析则主要是依据基本面数据作预测。基本面分析可以分为微观和宏观两种：微观主要看公司的财务数据，比如赢利、账面价值等；宏观主要看宏观经济数据，比如通货膨胀率、领取失业救济金的人数变化等。

基本面分析认为公司的运营状况，尤其是对未来赢利的预期，决定股票的价格。他们试图通过分析大宗商品的供求关系来预测商品期货的走势；通过分析国家的经济状况以及货币和财政政策，来预测外汇的走势。基本面分析从价格背后的经济活动（气）出发，对价格（剑）作出判断，以气运剑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技术分析认为许多的信息都已经在过去的市场数据中体现了，只要对价格和成交量走势中的模式（pattern）进行精确解读，纵然对基本面经济状况毫无了解，也能赚钱，关键在于剑招精妙。

早期有很多人拜在“剑宗”门下，采用技术分析方法。

日本早在18世纪德川幕府时代，人们就在米市交易中运用蜡烛图（Candlestick Chart，又称K线图）来计算米价每天的涨跌。

在经典的《股票作手回忆录》一书中，20世纪初最显赫的股票与期货投资者杰西·利弗莫尔（Jesse Livermore）主要使用的是技术分析法，尤其是盘口解读技术（Tape Reading）和趋势投资（Trend Following）。

“气宗”在20世纪初也出了位一代宗师，他就是巴菲特（Warren Buffett）的老师格雷厄姆（Benjamin Graham）。格雷厄姆在哥伦比亚大学商学院讲授证券分析课程，课上唯一得A+的学生就是日后价值投资的领袖巴菲特。

格雷厄姆在1934年出版的堪称价值投资圣经的《证券分析》中提出：首先，股票市场的价格波动带有很强的投机色彩（格雷厄姆把股票市场形容为一个喜怒无常的“市场先生”），但是长期看来必将回归基本价值（Intrinsic Value，即公司资产和赢利能力的实际价值）。谨慎的投资者不应该追随短期价格波动，而应该集中精力寻找价格低于基本价值的股票。其次，为了保证投资安全，最值得青睐的股票是那些被严重低估的股票，即市场价格明显低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于基本价值的股票。这些股票能提供足够的“安全边际”（Margin of Safety）。格雷厄姆的另一本重要著作是《聪明的投资者》。

巴菲特是价值投资最成功的实践者。他早年创办了一个类似对冲基金的投资实体，主要依照格雷厄姆的教诲购买便宜股票。后期他以伯克希尔·哈撒韦公司打造庞大的金融投资集团，投资理念上也吸收菲利普·费希尔（Philip Fisher）的理念，即投资于成长率高于平均水准并拥有卓越管理层的企业，思路上更加灵活多变。在投资《华盛顿邮报》时，他把报刊行业类比桥梁收费站；在投资可口可乐的过程中，他看中了“特许权”（Franchise Value）。归根结底，巴菲特的分析还是主要依赖于分析公司财务报表、对公司商业活动的理解和对未来赢利的预期，是“气宗”正宗。

巴菲特后来的操作手法，尤其是其公司的组织结构，和通常定义的对冲基金渐行渐远。我们就不把他算在这个江湖中了。

怀疑的声音

总有很多怀疑的声音。

对价值投资的一个怀疑来自于技术分析的阵营。有一个笑话叫做“接住掉下来的刀子”：和一个价值投资者一起吃饭，一把刀子掉了下去，眼看就要扎到价值投资者的脚了，他却还是纹丝不动。问他为什么不挪脚，他说根据测算刀子现在远低于基本价值，应该会反弹。“气宗”的辩解是，首先我们投资的时候有足够的安

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全边际；其次当真的亏损大的时候我们也会进行止损操作。

对技术分析也有一个常见的简单质疑。如果把随机生成的模拟股票价格走势图和真实的历史走势摆在一起，肉眼很难判断出哪张是真的哪张是假的。有些分析师在两张图里都可以读出有趣的模式。有些人因此得出结论，股票价格走势是随机的不可预测的。但是，首先股票走势和随机漫步确实很接近，其中的非随机部分往往需要用先进的统计方法才能侦测到，不是肉眼可以识别的；其次，在逻辑上，从“两兔傍地走，安能辨我是雌雄”不能反推两只兔子是一样的；再换个比喻，如果一个人拿着剑随便一挥，他就有可能暗合了某套剑法中的某个招式。关键在于剑法是动态的，市场是动态的，投资策略也是动态的。只有在动态的一定时间段内，市场的变化和投资的回报才有意义。

而最致命的怀疑来自于学术界。

芝加哥大学教授尤金·法马（Eugene Fama）在1970年系统地提出了有效市场假说（Efficient Markets Hypothesis，简称EMH）。请注意，在这里市场是投资人的对头，当市场有效了，它就不给投资人机会了，就没有可能在市场中持续稳定地赚钱了。

有效市场假说有三种形态：

一、弱式有效市场假说（Weak Form Efficiency）

该形态认为市场价格已充分反映所有过去历史的证券价格信息，包括股票的价格、成交量等。如果弱式有效市场假说成立，那么技术分析就不灵了，基本面分析还有可能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、半强式有效市场假说（Semi-strong Form Efficiency）

该形态认为市场价格已充分反映出所有已公开的相关公司营运前景的信息。这些信息除了股票价格、成交量等，还包括赢利信息、赢利预期值、公司管理状况及其他公开披露的财务信息等。假如投资者能迅速获得这些信息的更新，股价应该会迅速作出反应。如果半强式有效假说成立，那么技术分析和基本面分析都不灵了，只有靠内幕消息才可能获得超额利润。当然靠内幕消息一般是不公平的和违法的。

三、强式有效市场假说（Strong Form Efficiency）

该形态认为价格已充分反映了所有关于公司营运的信息，这些信息包括已公开的或内部未公开的信息。在强式有效市场中，没有任何方法能帮助投资者获得超额利润，即使有内幕消息也不行。谁都不能在市场中投机赚钱了。如果你还记得我们的那两位“希腊朋友”，这也就是说，天下没有阿尔法。

就这样，在剑宗和气宗准备决战玉女峰之际，突然跳出一群人来。这一群魔教中人说，不论剑宗气宗，其实都不会武功。弱式假设是剑宗不会，半强式假设是气宗也不会，强式假设是天下根本没有武功。我们不但提出这样的假设，还要写论文去证明它。我们不但要写论文去证明它，我们中的很多人还将以专门写这样的论文为职业。

这就是《笑傲江湖》里魔教十长老奋战华山思过崖的故事。

在接下来20年左右的时间里，学术界基本都是在证明市场的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理性预期（Rational Expectation），证明有效市场假说无法被推翻。如果学生的论文结果是有效市场假说不成立，教授会说你一定是哪里算错了，回去重写吧。这样的情况一直到20世纪90年代行为金融学（Behavioral Finance）兴起才有所改变。

魔教进攻华山派，受到冲击最大的是剑宗。我们可以看到，弱式假设就已经否定了技术分析，到半强式假设才会否定基本面分析。所以更容易证明的是技术分析不灵，而基本面分析因为可能运用各种数据来测试，无论是全面的证真还是证伪都需要相当的时间。

“剑宗”却很难保护自己。

首先大部分号称会使剑的人确实只是忽悠；其次许多技术分析的方法没有被系统地量化，很难用学术界的方法作正规的统计学假设检验。业界和学术界在一些思路上和表述上都不同，辩论起来就是鸡同鸭讲。而真正的高手，他们赚钱赚得不亦乐乎，没有闲暇理睬这些理论上的争执。

就这样，在公众的视野中，“剑宗”败了。之后培养起来的，尤其是科班出身的，许多都不再了解和相信技术分析。这就好像小说中的令狐冲，根本没有听说过天下无敌的风太师叔。

市场是对还是错

在“魔教”气盛的时候，人们是愿意相信天下无阿尔法的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样唯一能买的就是贝塔，因此催生了许多指数基金产品。前面说过，指数基金提供了纯的贝塔，是白面馒头，便宜。

但是无法忽略的是，在对冲基金行业中还是有量子基金、老虎基金这样二十年如一日赚钱的基金。这仅用贝塔是无法解释的，难道天下还是有阿尔法的?

在学术界一致认为“市场总是对的”的时候，索罗斯说：“市场总是错的。”

王阳明的《传习录》中有这样一段：

侃去花间草，因曰：“天地间何善难培，恶难去！”先生曰：“未培未去耳。”少间，曰：“此等看善恶，皆从躯壳起念，便会错。”侃未达。曰：“天地生意，花草一般。何曾有善恶之分？子欲观花，观以花为善，以草为恶。如欲用草时，复以草为善矣。此等善恶，皆由汝心好恶所生，故知是错。”曰：“然则无善无恶乎？”曰：“无善无恶者理之静，有善有恶者气之动。不动于气，即无善无恶，是谓至善。”

《仙剑奇侠传》里有类似的话：“魔非魔、道非道，善恶在人心。欲非欲、情非情，姻缘由天定。”

市场是对的还是错的?

市场本无对错，对错在于投资者用来理解市场的模型。

模型总是错的，就好像天下的剑法总是有破绽的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"魔教"和"气宗"这一仗却是打得难解难分。到了1992年，法马本人发现有两类股票一般会比整个市场的表现更好：小市值的股票（即小盘股）和账面/市值比高的股票（即价值股）。从此掀起江湖波澜，很快又有人发现有动量（即过去一段时间价格涨得比较多）的股票也会比整个市场的表现更好。各种异象（anomaly）不断被发现，而且"魔教"产生内讧，描述这些异象的论文也可以堂而皇之地发表了。随着计算机科学的发展，许多对冲基金利用数学模型进行复杂的技术分析获取了高额回报。学术界也有一些文章发现了技术分析成立的证据。

就这样理性预期派日渐衰退，行为金融学派兴起了。

行为金融学通过实证研究发现了许多金融市场中的异象，并且给出了一些基于投资者心理特征的解释。虽然其中有些假设还有争议，但仅理论本身——"市场参与者的非理性造成的行为偏差导致了市场价格的偏离，而若能合理利用这一偏差将能给投资者带来超额收益"，就为对冲基金行业提供了阿尔法存在的理论基础。

招要活使

国内的散户投资者大多数都是练"剑宗"的。最主要的原因正是岳不群说的"剑宗功夫易于速成，见效极快"。书店里有各种各样关于技术分析的书籍，随便翻过一两本，就会让人产生有所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

悟的感觉。只有在应用到市场实战以后，才发现模式往往不像书里的图表那样长得如此规整。总会有些细节是说不清楚的，不知道是老师教得不明白还是自己没有领悟。

而美国科班出身的大多数都是练“气宗”的。金融注册分析师（Chartered Financial Analyst，简称 CFA）考试中有许多财务分析的内容，都是练“气”的，而技术分析只是略略提过。“气宗”不像“剑宗”感觉那么玄乎，有许多数学公式比如股息贴现模型（Dividend Discount Model，简称 DDM）等，至少让人感觉像科学。这一点很重要，凡事拿个电子表格算一算，不论是面对公司首席执行官还是退休老太太，在美国忽悠人还就得有个科学的扮相。

不论是“剑宗”还是“气宗”，或者“剑气”两用，有成就的还是极少。

风清扬对令狐冲说：“这个‘活’字，你要牢牢记住了。学招时要活学，使招时要活使。倘若拘泥不化，便练熟了几千万手绝招，遇上了真正高手，终究还是给人家破得干干净净。”

可是绝大多数人都把招学死了。

一般来说，书店里关于投资技巧的书，如果有确切公式的，凭着那个公式去交易，一般都不会赚钱。如果没有确切公式，主要是些图表的，作者多半不知道自己在说什么。如果有卖投资软件为你作决策的，软件一般不会帮你赚钱。

道理很简单，如果这些东西真的能够持续稳定赚钱，作者就不会公开发表，而是自己去做对冲基金了。他出版的原因只是因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为稿费会比他投资的收入要多。所以判断一个人的书是否值得阅读，可以先看这个人有没有真正管理过资产，做过投资。

赚钱的东西一般不会明摆在那里，都需要长时间的钻研和思考。本质的道理未必复杂，但武功要练得精纯才能施展出威力来，这可不是一朝一夕的事情。

行走江湖不容易啊。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



chapter 4

一剑飞仙：对冲基金经典投资案例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月圆之夜，紫禁之巅，一剑西来，天外飞仙

——古龙《陆小凤之决战前后》

在此，我们记述江湖上曾经的一些经典战役。

剖析当时的经济背景，解读复杂的市场操作，完整详尽地记述这些战役，是件非常不容易的事情，也不是写作本书的目的。本书是写给那些没有太多金融方面知识的读者阅读的，让他们可以在地铁上读完，所以在这里我们不求甚解，尽量回避技术细节。对此有兴趣的读者可以参考其他书籍，比如诺贝尔经济学奖得主克鲁格曼的《萧条经济学的回归》中有对亚洲金融危机的精彩记述，《拯救华尔街》则是研究美国长期资本管理公司案例的经典著作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1992年狙击英镑

在1992年之前，没有人想到对冲基金可以强大到挑战国家。

而且是大英帝国。

1990年，英国决定加入西欧国家的欧洲汇率体系（Exchange Rate Mechanism，简称ERM）。在这样一个汇率体系中，各国的货币不再钉住黄金或美元，而是相互钉住。每一种货币只允许在一定的汇率范围内浮动，一旦超出了规定的汇率浮动范围，各成员国的中央银行就有责任通过买卖本国货币进行市场干预，使该国货币汇率稳定在规定的范围之内。

这种联系汇率制度的问题在于，两个国家必须采取相似的货币政策和相近的利息率，否则人们可以通过购买高利率国家的货币和沽空低利率国家的货币来对利息率的差别进行套利。但是两个国家往往会处于不同的经济发展状态，需要不同的货币政策。

20世纪90年代初，英国经济一直不景气，增长缓慢，失业增加。英国政府需要实行低利率政策，以降低企业借款成本，让企业增加投资，扩大就业，增加产量，并刺激居民消费以振兴经济。而两德统一以后，原民主德国的大量基建工程刺激德国经济发展，德国财政上出现巨额赤字。德国需要抑制通货膨胀，因此不顾其他国家的反对，反而提升利率。这样就引发了外汇市场抛售英镑而抢购德国马克的风潮，致使英镑对德国马克的汇率开始大跌，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逼近欧洲汇率体系所规定的下限。索罗斯大量放空英镑，据说他通过杠杆一共调度了100亿美元。

英镑的狂跌使英国政府乱了阵脚，于1992年9月16日清晨宣布提高银行利率2个百分点，几小时后又宣布提高3个百分点，把利率由10%提高到15%。一天两次提高利率在英国近代史上是绝无仅有的。英国政府做出这种反常之举的目的是要吸引国外短期资本流入，增加对英镑的需求以稳定英镑的汇率。但是这么高的利率无疑将抑制本国经济发展，没有人相信它可以持续，英镑继续暴跌。9月16日晚上，英国宣布退出欧洲货币体系并降低利率3个百分点，17日上午又把利率降低2个百分点，恢复到原来10%的水平，英镑狂泻。英国人把1992年9月16日称做“黑色星期三”。

索罗斯是这场袭击英镑行动中最大的赢家，《经济学家》杂志称其为“打垮了英格兰银行的人”。索罗斯从英镑空头交易中获利接近10亿美元，在这一年，他的基金增长了67.5%。

奥地利经济学派认为，市场中的投资机会来自于政府对市场的错误干预。1992年狙击英镑的成功，正是因为英国采取了不适合其经济发展的货币政策。应该说，索罗斯也不过是顺势而为。很多人认为对冲基金的狙击虽然从短期来看拿走了英国纳税人的钱，但从长期来看却帮助无能的英国政府纠正了错误的经济政策，对英国其实是好事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1997年亚洲金融危机

1997年，索罗斯又出手了，攻击的还是联系汇率制度，这次的对象是亚洲新兴市场国家。

20世纪90年代初期日本经济泡沫破裂以后采取长期的低利息政策，诱发了大规模的利差交易，投资者纷纷借入日元购买其他币种的高收益资产。钱从低息地区流往高息地区就好像水从高处往低处流，落差的势能产生了大量的流动性。

20世纪80年代末和90年代初，亚洲经济神话吸引了大量的海外投资前往东南亚国家，如泰国、马来西亚和印尼。这些涌入的“热钱”往往投资于房地产等投机性行业，而且促使腐败横行。

20世纪90年代初，中国经济在邓小平“南方谈话”之后崛起。1994年1月1日，人民币官厅汇率与外汇调剂价格正式并轨，我国开始实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度。各国资金涌入中国，周围国家经济开始疲弱。同时，美国从经济不景气中复苏。美联储开始提高利率以抑制通货膨胀，美元升值。这些都造成了那些通过联系汇率制度和美元挂钩的东南亚国家的出口减少，面临贬值压力。这些东南亚国家依赖于中短期外资贷款维持国际收支平衡和联系汇率制度。但这些中短期外资贷款随着房地产泡沫的破裂而撤离，贬值压力增大，联系汇率制度开始难以维持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

索罗斯和其他对冲基金的投机加速了贬值的过程。他们从1997年年初开始大量放空泰铢。6月30日，泰国首相宣布泰铢不会贬值。但就像1992年狙击英镑一样，这样的声明往往标志着政府已经在做最后的困兽之斗。泰国有限的外汇储备不足以抵抗这些国际炒家们。就在1997年7月2日，香港回归的第二天，泰铢和美元脱钩，迅速贬值一半以上。

贬值带来的问题是，由于许多外资贷款是以美元计价的，泰铢贬值以后许多企业更加无力偿还债务，于是纷纷破产。

多米诺骨牌效应开始影响周边其他国家，印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡等国受到冲击。

战火连绵到了当时经济基本面尚好的韩国。许多投资者把韩国和东南亚国家看成相似的新兴国家，韩元暴跌一半。韩国的大企业发展模式造成了银行有大量不良贷款，在危机来临以后也陷入困境。国际货币基金组织（IMF）的有条件援助带来的政策也引起诟病。

国际货币基金组织在整个亚洲金融危机过程中扮演的角色引起了很多人的质疑。这个应该监察汇率并向陷入严重经济困境的国家提供援助的国际组织，却往往被西方大国所左右。在亚洲金融危机中，国际货币基金组织对受难国家提供援助，但条件是必须进行一系列激进的经济改革，包括减少赤字和提升利率等。但这些收缩性的政策本身使得经济进一步恶化，引发了大量公司破产和高失业率。一般认为国际货币基金组织推行的政策实际上拖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

延了这些国家的复苏，如同《一个经济杀手的自白》中的经济杀手，因此在许多受难国家中这次金融危机甚至被称为“国际货币基金组织危机”。

马来西亚采取了和其他国家不同的措施。总理指名道姓地谴责索罗斯，政府更改浮动汇率为固定汇率，启动资本管制，打击资本外逃，拒绝国际货币基金组织援助，同时采取扩张性的经济政策。这些政策被证明在危机应对期间相当有效，但其对于自由市场的声誉影响和危机后采取的复苏政策则值得商榷。

香港保卫战则可以用惊心动魄来形容。

1998年8月初，趁美国股市动荡、日元汇率持续下跌之际，以索罗斯为首的一些对冲基金对香港发动了新一轮的进攻。他们在沽空港币的同时大量沽空港股期货。这是一步一箭双雕的好棋。如果香港政府提升利率以保持汇率稳定，会影响经济而导致股市下跌，于是他们可以在港股期货市场获利；如果香港政府不采取应对措施，港币下跌，这样他们也可以在外汇市场获利。恒生指数开始一路狂跌。

但是他们低估了对手。香港特区政府予以回击，从1998年8月14日起连续动用港币近千亿，同时介入股市、期市、汇市。香港特区政府大幅调高隔夜拆息率，大量购入港股，同时吸纳国际炒家抛售的港币。

当时的香港财政司司长曾荫权后来说：“决定政府入市干预的前一晚，我坐在床头哭了，不是为我自己，而是怕这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决定如果错误了，害了香港，我怎么向中央政府、向市民们交代？”

时任国务院总理的朱镕基在答记者问时承诺：“如果在特定情况下，特区需要中央帮助，只要特区政府向中央提出要求，中央将不惜一切代价维护香港的繁荣稳定，保护它的联系汇率制度。”中国中央政府向世人承诺人民币不贬值，充分体现了负责任的大国风范。如果人民币贬值，固然有利于中国的出口和相对竞争力，却无疑会加剧金融危机。人民币不贬值大大有助于东南亚各国稳定它们的货币，加速经济复苏。

激战至1998年8月28日，对冲基金以高价平仓。由于许多交易在交割时作废，他们的损失可能没有估计的大。香港特区政府后来把购买的港股以盈富基金上市售回市场。

从此以后这类狙击策略淡出舞台，对冲基金逐渐转向追求稳健回报。索罗斯本人也更多关注于其他事业，直至本次次贷危机开始。

经济学界对香港特区政府干预市场的做法始终有争议，因为香港向来被认为是经济活动最自由的地区。但假如香港特区政府没有采取坚决措施，金融危机对刚刚回归的香港的打击无疑是非常严重的。

就在这个时候，对冲基金的后院失火了。俄罗斯宣布推迟偿还外债和暂停国债交易，几乎出乎了所有人的意料。由此引起了许多对冲基金巨亏和其中最大的一家美国长期资本管理公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的崩盘。

1998年美国长期资本管理公司崩盘

美国长期资本管理公司（Long-Term Capital Management，简称LTCM）在失败前就已经是最出名的对冲基金了，但失败使它更出名。

美国长期资本管理公司主要做相对价值投资，更准确地说是固定收益套利。它的队伍当时堪称梦之队。掌门人约翰·梅里韦瑟（John Meriwether）以前是所罗门兄弟著名的固定收益套利部门主管。它拥有所罗门兄弟著名的固定收益套利部门的团队，包括当时的华尔街头牌操盘手拉里·希里布兰德（Larry Hilibrand），两位诺贝尔经济学奖得主罗伯特·默顿（Robert Merton）和迈伦·斯科尔斯（Myron Scholes），和一位美联储前副主席。

梅里韦瑟的一个故事被记载在著名的介绍华尔街生活的书《说谎者的扑克牌》中。传说所罗门兄弟的老板有一天走过来对他说，赌一把，一百万，输了别哭。梅里韦瑟回答说，不，要赌就赌真钱，一把一千万，输了别哭。

美国长期资本管理公司主要做的是债券间的套利。最著名的例子是30年期国债和29年期国债间的套利。30年期国债（on-the-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



run）和29年期国债（off-the-run）[①]在价格上应该相差无几，但是30年期国债由于具有更好的流动性因此价格偏高，美国长期资本管理公司可以从中套利。

前面说过，这种套利赌的就是相聚。在通常情况下价格会最终相聚。美国长期资本管理公司这种主要基于模型的套利策略从1994年开始一直业绩骄人，其非常稳定和可观的回报当时被称为业界的神话。

神话在1998年终止。亚洲金融危机，尤其是俄罗斯宣布推迟偿还外债，引发了业界的恐慌。资金纷纷涌向流动性更好的产品，美国长期资本管理公司的套利开始亏损。

由于美国长期资本管理公司的骄人业绩，其管理的资本越来越大，套利机会越来越少，它也就不得不动用更高的杠杆试图在微小的机会中牟利。1998年年初，他们的高杠杆使得他们实际管理的总资产逾千亿，衍生品的名义价值逾万亿。

亏损发生之后，庞大的规模使得它无法脱身。清仓造成价格继续下跌，而这又造成不得不更多地清仓，终于美国长期资本管

---

① 美国的国债是定期发行的，不同期限的国债发行周期也不同。对于某一期限的国债，最近发行的一只新债券就成为on-the-run，而之前发行的就全部都是off-the-run，因此on-the-run和off-the-run之间有明确的界限。

on-the-run与off-the-run之间有很大的区别。on-the-run债券每天的成交量都很大，流通性非常高。而off-the-run债券的成交量则小很多。因此同样是5年期国债，on-the-run的收益率要比之前一次发行刚刚成为off-the-run的收益率低，因为市场都在追捧on-the-run债券。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理公司崩盘了。

由于基金规模庞大，它的彻底崩盘会对整个金融市场产生无法估计的影响，美联储开始介入，召集14家大银行组成银团对其进行救助。唯一没有出钱的是贝尔斯登公司，10年后贝尔斯登公司垮掉的时候，因果报应是许多人首先想到的。

后来梅里韦瑟和希里布兰德等又重新创建了一家对冲基金JWM，使用相似的投资策略，号称杠杆会低一些。其在2008年的金融危机中蒙受巨大损失，不得不再次清盘。

这里只是一个非常简单的记述。《拯救华尔街》一书中记载了许多当时的细节，其中阴谋和阳谋、野心的碰撞，相当复杂。

2000年沽空安然

业内的朋友陈凯丰在审阅了本书的初稿之后建议我写写在前面“七种武器”中没有提到的一种最悲情的策略——专业做空（Short Selling）。几乎其他所有人都是希望股市上涨的，这一类对冲基金选择做空不做多，应该不仅是武器的选择了，更是出于一种强大的信念。

国内把那些在媒体上长期唱空的市场观察家称为“空军司令”。詹姆斯·查诺斯（James Chanos）就是最著名的一位。他的主要策略是对公司财务进行非常深入详细的分析，发现一些重大但是被低估或者忽略了的问题，然后重仓长期沽空。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2000年10月，查诺斯发现安然公司的财务有问题。安然公司是一个经营电力、天然气等能源业务的商业帝国，营业额逾千亿美元。它连续六年被《财富》杂志评为“美国最具创新精神的公司”，是当时媒体的宠儿，受到许多华尔街分析师的推崇。查诺斯发现安然对其长期能源交易合同使用了非常乐观的预期来高估收益。而且即使如此，安然的资本收益率也只有7%左右，低于其资本成本9%。查诺斯后来在国会作证时说，他把安然看做一个能源对冲基金，这样的数字意味着它其实不赚钱。此外还有许多和资产负债表外实体（off-balance-sheet entities）[①]的关联交易也是问题。查诺斯也不看好安然公司在2000年这个时候进军电信产业。

查诺斯于是重仓沽空，他的揭露和其他事件的发展导致安然神话迅速破灭。2001年12月2日，安然宣布申请破产保护。丑闻牵扯当时国际五大会计师事务所之一的安达信倒闭，从此五大变成了今天的四大。

沽空安然可以说是“空军”打得最漂亮的经典战役。然而唱

---

① 资产负债表外实体：由母公司设立的一种子公司类型，用于融资或者开展某一特殊业务。因为子公司是独立的法律实体，它的资产和负债不会显示在母公司的资产负债表或者会计报告中。资产负债表外实体确实拥有合法用途，但它们可被用于向母公司股东隐藏负债状况。在次贷危机中，金融公司运用这些实体从事高风险业务，例如出售以次级贷款为抵押的抵押担保证券。当实体受损时，母公司根据法律无须提供帮助，但有些母公司为了维护与那些投资于此类实体而受损的客户的关系而被迫伸出援手。因此，母公司也遭受了其股东所没有预见到的损失。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空往往是不受股民和公司欢迎的。这些做空专家们经常被指责为“不爱国”。在20世纪八九十年代和2005~2007年的牛市中，坚持沽空的信念经常被证明是一个悲情的选择。查诺斯的基金在牛市的年份中时常出现较大亏损。另一位著名的“空军”将领戴维·罗克（David Rocker）更受争议。他曾经沽空美国在线（AOL），虽然事后被证明是正确的分析，但美国在线的股价当时却长期不跌。罗克比查诺斯更激进，他经常把沽空的点子在圈内和媒体上公开。这惹来了一场诉讼，网上购物公司Overstock.com指控罗克利用媒体和专业研究公司来打压股价，最终以基金支付500万美元和解。做空在2008年的危机中又成为焦点。美国证券交易委员会出台政策限制沽空，尤其是无货沽空（Naked Short）。罗克本人已经在本轮金融危机前退休，他的Copper River基金在美国证券交易委员会政策出台的2008年9月18日后迅速大幅亏损，被主券商高盛强行减仓。假如能持续持仓的话，基金本可以取得非常好的业绩。但那只是假如。就在这减仓的过程中，基金的当年回报从政策出台前的25%跌至亏损–55%，就这样结束了。

即使不在牛市，做空也有风险。

2008年“空军”遭遇滑铁卢。和历史上的滑铁卢战役一样，“战场”又设在欧洲，对手中又有德国人。当时许多对冲基金正在做空大众汽车的股票，却没想到保时捷公司已经悄悄地持有了大众汽车42.6%的普通股和31.5%的期权。加上第二大股东下萨克森州政府所持有的20.1%，市场上当时可供交易的大众汽车普通股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



只剩下6%左右，而“空军”们沽空的总数约13%。保时捷公司持股的消息一公布，对冲基金不得不马上挥泪斩仓，大众汽车股价在两天内从每股200多欧元涨到一度超过每股1 276欧元，在短时间内是全世界最高市值的公司。对冲基金被估计总共损失380亿美元以上。至今对冲基金对保时捷公司操纵股价的诉讼仍在继续。

2006年Amaranth崩盘

一个人开始赌的时候，赢得越多越糟，因为他总是会觉得自己手气很好，很有赌运，就会越来越想赌，赌得越大越好。就算输了一点，他也不在乎，因为他觉得自己一定会赢回来。

输钱的就是这种人，因为这种人常常会一下子输光，连本钱都输光。

——古龙《白玉老虎》

如美国长期资本管理公司规模的崩盘直到2006年才再现，这次崩盘的是一家叫做Amaranth的公司。Amaranth在希腊语中的意思是“永不凋零的”。

过去中国农村有个习俗，人名字取得越贱，越不容易夭折和生病，所以都叫“狗剩”什么的。看来这起名字还真有讲究，“长期”和“永不凋零”这样的词可不能随便用。

Amaranth是做可转债套利起家的。近年来做可转债套利的人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越来越多，机会越来越少。从2004年开始，Amaranth开始把主要的风险转到能源交易上，交由一个加拿大人布雷恩 · 亨特（Brian Hunter）负责。2005年席卷新奥尔良州的飓风“卡特里娜”严重损害了天然气生产和炼油厂。天然气价格暴涨，亨特也因此获得巨额收入。

2006年亨特想复制上一年的辉煌。他使用了高倍的杠杆在天然气的跨期套利交易上豪赌。但是这一次他败了，而且败得很惨，亏损约65亿美元。管理90亿美元的Amaranth因此不得不关门。虽然亏损金额甚至超过美国长期资本管理公司，但由于主要的交易仅局限于一个小市场内，对整个业界的影响很小。

教训首先是要注意分散风险。

当投资者看到一个对冲基金做大的策略转移的时候，也应该有所警惕，而且应该重视回报率的长期可持续性，否则就会“善骑者堕，善泳者溺”。

我们还可以看到，和美国长期资本管理公司案例一样，高杠杆和缺乏流动性总是对冲基金崩盘的一个主要原因。由于高杠杆，在损失超出预期以后就需要追加保证金和减仓，反而会加速价格走势。而这个时候，流动性往往都不见了，对冲基金不得已在不利的价格下减仓，进一步影响价格，引起恶性循环。

杠杆是双刃剑。它可以让你一朝得志，也可以把你毁于一旦。

流动性是你不想结交的那种坏朋友。平时它好像对你很殷勤，到你真需要它的时候，它一定离你远去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2007年保尔森的暴利

被问到这一次由次贷危机引起的金融危机的原因的时候，很多人的回答是两个字：贪婪。但有人说，把金融危机归结为贪婪，就好像把飞机失事归结为地球的万有引力。人类的贪婪和地球的万有引力都是永恒存在的，问题是为什么这一次飞机会失事呢？

约翰·保尔森（John Paulson）是最早预见到飞机将要失事的人。

保尔森从1994年开始创办对冲基金，主要从事并购套利，并维持在中等偏大的规模。从2004年起他开始关注美国的房屋贷款作为金融产品的价值，尤其是次级抵押贷款（Subprime Mortgage，简称次贷，指为信用评级较差、无法从正常渠道借贷的人所提供的贷款）和由之衍生出来的CDO产品。

CDO是担保债务凭证（Collateralized Debt Obligation），又称债务抵押债券。简单地说，它是把一些债务打包在一起，然后重新按照风险程度做一个分割，目的是满足有不同风险偏好的投资者的需要。打个比方，本来有几瓣西瓜，都是有皮有瓤的。我们把这几瓣拼成一个大西瓜，然后重新分割成外面一圈皮，里面一圈瓤，中间有皮有瓤。皮比较便宜，瓤比较贵。然后把皮卖给专门吃皮的人，把瓤卖给专门吃瓤的人。这本来是个挺好的主意，但在这次美国次贷危机中，房产价格下跌以后，大家发现原来许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多CDO基于的次级房屋贷款其实是已经坏了的西瓜。主要原因是华尔街为了有更多的东西卖，好从中提成，不管西瓜的好坏。这样下来不仅西瓜皮彻底报废，许多本来以为买了西瓜瓤的人，发现原来这也不能吃。许多大量持有房贷CDO的基金和公司巨亏甚至破产。

保尔森研究发现，对次贷的价值有决定性影响的是房屋价格。一旦房价下跌或者仅仅是停止增长，就会有许多次贷的贷款者偿付不起，次贷的价值就会大幅下跌。当时美国的房地产价格增长过快，他相信应该不会持续太久了。华尔街的房贷模型则在综合考虑了许多其他因素后得出了相反的乐观结论。保尔森在房贷这个领域上被对手视为是半路出家的外行，他的非主流见解在很大程度上被忽视了。

被忽视反而是最好的掩护。保尔森在接下来的两年中悄悄地大量廉价收购了一种当时还比较冷门的衍生产品CDS。

CDS全名为信用违约互换（Credit Default Swap），又称为信贷违约掉期，也叫贷款违约保险。这个东西就好像买保险，买方（被保险方）同意在一段时间内定期付给卖方保险费，而卖方（保险方）当且仅当某种信用事件发生的时候才支付一笔金额给买方。这种信用事件一般是债权违约，但也可能被定义为公司的重组、破产，甚至于仅仅是信用评级被降级。所以当对应的债券或者企业的风险增大时，CDS价格就会迅速上升。

与通常买保险不同的是，保险一般局限于与自己相关的事物；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而投资者却可以抱着幸灾乐祸的心态去购买不相关的东西的CDS。

保尔森收购了大量基于次贷和CDO的CDS。这些CDS在当时被严重低估，价格大约只为1%，即每年支付千万美元就可以为10亿美元的次贷保险。随着次贷危机的开始，次贷和CDO价格暴跌，CDS价格翻倍狂升。保尔森随即意识到次贷价格下跌对华尔街金融公司本身带来的打击，又大量购入这些金融公司的CDS。果不出所料，贝尔斯登和雷曼兄弟等相继遇到了麻烦。2007年保尔森旗下基金总共赚得了约200亿美元，其中一只基金回报率高达590%，传说他当年个人收入37亿美元。2008年保尔森通过沽空金融类股票，尤其是银行股，再次获得了超过30%的回报。

当保尔森在访谈中被问到他的投资哲学时，他说，第一，注意亏钱的那一边，赚钱的那一边会自己搞定（Watch the downside， the upside will take care of itself）。而第二条其实是第一条的不同表述而已：赚钱不重要，重要的是不亏钱（Not about making money， it's about not losing money）。

2008年金融危机

在2008年的金融危机中，对冲基金应该说只是个配角。

配角却是最早登场的。2007年夏天，美国第五大投资银行贝尔斯登管理的两只投资次贷的对冲基金破产。这两只基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要投资于被评级机构定为AAA级的资产，包括基于次贷的CDO，在此之前的几年中没有一个月不赚钱。但是当房价开始下跌，10倍的高杠杆导致基金迅速亏损，有传闻说其他金融机构在同时围剿。最终贝尔斯登的救助也无能为力，这是次贷危机开始的标志。

就在人们担忧战火将往何处蔓延的时候，2007年8月，看似八竿子打不着的量化股票中性基金却失火了。原因据猜测是某些大型对冲基金在次贷资产上受到亏损，不得不从流动性较好的股票这一块开始迅速清仓。这些股票中性基金的黑盒子却都有相似之处，部分基金的清仓导致价格异动迫使更多的基金清仓。就这样，这一类历史上回报稳定的基金出现了前所未有的危机，许多在一周内达到双位数的亏损，个别高杠杆的基金甚至崩盘，最终关闭。

接下来的燎原大火我们都知道了。危机的主角们粉墨登场，贝尔斯登、雷曼兄弟、美国国际集团、房利美等抢占了新闻的头条，对冲基金退到了次席。关于危机的过程有其他许多书籍已经记述，这里就不赘述了。值得一提的是出版于2007年的《我们自己制造的魔鬼》，曾在对冲基金负责风险管理的作者预见到金融创新会带来更大的风险。

2008年是对冲基金史上亏损最大的一年，平均亏损近20%。除了前面介绍的约翰·保尔森把握住时机做空，以及一些从事统计套利的基金和宏观尤其是量化宏观基金以外，对冲基金界几乎是全军覆没。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



许多2008年表现不佳的基金在2009年表现优异。2009年对冲基金平均回报近20%，是史上最好的年份之一。

朋友熊伟教授在审阅了本书的初稿以后，建议我谈谈危机之后投资者对对冲基金的回报会否产生顾虑，以及危机会对对冲基金的经营本身带来什么样的影响。

虽然2008年对冲基金亏损近20%，但也只有其他股票为主的投资普遍亏损率的一半。对冲基金的“对冲”两字也被译为“避险”，2008年实际上证明了对冲基金行业总体的相对低风险。虽然2008年年末出现了大量的赎回，但2009年的反弹重振了投资者的信心，未来对冲基金行业的趋势依然看好。

一些对冲基金倒闭了，但这对于行业来说很可能是个好事。2006年前后，世界范围内的流动性泡沫催生了许多对冲基金。它们良莠不齐，其中少部分并没有生成长期稳定投资回报的能力，可以说仅是冲着管理费来圈钱的。这一次危机实际上是业界的一个机遇，这样的一次洗牌避免了劣币驱逐良币的情形。

在2008年有些对冲基金出现了限制赎回的情况，一些投资者抱怨不公。但是对冲基金限制赎回也有理由。如果允许少数投资者赎回，在当时的市场环境下，只能变卖持仓中流动性最好的资产。这样将使那些没有提出赎回的投资者持有的流动性不好的资产比例增大，对他们反而是不公平的。

2008年的业绩引起了一些对于对冲基金收费标准的异议。上面列出的收益数字都是收取费用后投资者得到的净回报，所以在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扣除费用之后对冲基金的表现依然好于其他投资形式。从商业经营的角度，对冲基金收取的管理费作为相对固定的收入，应该要足够支付公司运营的固定成本包括工资，才能保持公司的可持续发展。对冲基金一般会有一个高水位线（High Watermark），可以理解为过去基金所达到过的最高净值。如果基金从高水位线跌下去了，在回到高水位线之前的这段时间里对冲基金一般是不收取收益提成的。员工的奖金，尤其是基金经理的主要收入来自于收益提成。如果基金跌幅过大，回到高水位线看来遥遥无期，就容易引发重要员工跳槽，同时基金管理的资产也会缩减。这样会导致恶性循环，经理可能被迫关闭基金。对冲基金的收费标准接下来可能会发生变化，但不会缩减到影响其正常商业运营的程度。激励形式上也可能会发生变化，最重要的是应该使投资者和基金经理的长期目标一致，减少双方都可能存在的短期投机行为。

金融危机之后，监管的加强是大势所趋，也会增加对冲基金的成本，尤其是初创成本。对于监管思路，我们在后面的“金融生态”一章中讨论。

每一件大事，表面看来，虽然轰轰烈烈，光明正大，可是暗中，却不知有多少阴谋的勾当，奸狡的诡计，辛酸的血泪，只是你若不深深地去体悟发掘，你便难以察觉。

——古龙《孤星泪》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们简单地叙述了一些对冲基金的经典案例。

这些例子中，有成功也有失败。富贵不是一朝可求的，约翰·保尔森就是十年磨一剑。应该说，绝大多数的对冲基金的操盘实例并没有如此令人兴奋，大部分优秀的对冲基金经理只是一天又一天平平淡淡从从容容。

也许平平淡淡从从容容才是真。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



chapter 5

血海飘香：对冲基金经典败局案例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在古龙的小说《楚留香之血海飘香》中，和楚留香惺惺相惜的好友无花和尚，举止优雅受人尊敬，没想到却竟然是武林血案的罪魁祸首。在书的末尾，楚留香凝视着无花，说道："你真是个奇怪的人，无论多卑鄙、多可恶的话，你竟都能用最温柔、最文雅的语调说出来。"

对冲基金这个江湖里也有像无花一样奇怪的人。

亡命天涯

故事的结尾几乎出自于好莱坞的剧本。

对冲基金Bayou的经理塞缪尔·伊斯雷尔三世（Samuel Israel Ⅲ）由于欺诈，在2008年4月被纽约法庭宣判20年监禁和处以3亿美元的罚金。在宣判的时候他说："我欺骗了你们，我无法形容我有多么的对不起。(I lied to you and I cheated you and I cannot put into words how sorry I am.)"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他应该从2008年6月10日开始服刑。

就在6月9日深夜12点半，他在哈德逊河的熊山大桥留下了他的车，汽车发动机盖上潦草地写着——“自杀是毫无痛苦的”。从此人间蒸发。

伊斯雷尔和帮助其逃亡的他的女友荣登全美通缉令。不到一个月，7月2日，伊斯雷尔在马萨诸塞州自首。

Bayou从1996年开始管理3亿美元。在1998年和1999年基金大额亏损之后，他们创办了一个空壳会计师事务所来审计自己。Bayou从此开始做假账，夸大赢利，低估损失，把损失也报告成赢利。虽然基金从来没有赚过钱，直到2004年他们依然在向投资者报告好消息。这中间还有一些诡异的故事，比如公司的首席财务官后来说伊斯雷尔经常殴打他，甚至曾经用枪威胁他。

从2004年起他们彻底停止操盘，开始转移资产。在试图做一笔高达1亿美元的转账的时候，他们撒了一个谎。这个谎言说这笔转账有一个亚利桑那州的价值逾千亿美元的金矿做担保，但是银行很快发现亚利桑那州历史上总共只挖掘过价值80亿美元的黄金。2005年案情曝光，2006年基金公司宣布破产，2008年宣判，然后就有了前面亡命天涯的故事。

这个骗局其实应该可以更早被发现的。

Bayou的交易全部是通过与它相关的券商公司Bayou Securities去操作的。Bayou说这样可以减少成本提高交易质量，其实是想为他们自己掩盖损失提供便利。券商公司花钱如流水，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



除了使用私人飞机，还高价雇用反监听的侦探。他们使用的审计是自己办的空壳会计师事务所。伊斯雷尔自己的简历也有问题。比如他自己大学其实从未毕业；他号称自己在著名的对冲基金欧米加基金（Omega Advisors，就是前面提到过被“布拉格海盗”欺骗的那家）做过四年高级职务，其实只做过18个月行政方面的事情。就像电视剧《武林外传》中的李大嘴，号称以前是黄鹤楼的大厨，其实只是在那里洗过碗。伊斯雷尔以前的合作伙伴也曾经因为违反证券法而被罚以行业终身禁入。除了这些之外，还有其他种种警示。

天下第一骗局

伊斯雷尔和麦道夫（Bernard Madoff）相比起来那可真是小巫见大巫了。

71岁的麦道夫被判处150年监禁，他应该是要在狱中度过余生了。法官说他“特别邪恶”（extraordinary evil）。正是他导演了空前的天下第一骗局。

麦道夫曾经是纳斯达克主席和其他许多行业组织的董事，是赫赫有名的人物，纵横江湖几十年。他身家逾亿，积极参与公众事务，是著名的慈善家。作为倡导场外电子交易的先驱之一，他创办的伯纳德·麦道夫投资证券公司一度是纳斯达克上最大的做市商（Market Maker），业内成就有目共睹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题出在他的对冲基金。他经营的对冲基金在与交易部门不同的楼层办公，非常神秘。该基金号称使用一种叫可转换价差套利（split-strike conversion）的策略，回报率非常稳定，不论牛市熊市始终保持每月增长约1%，过去十几年的年回报率超过10%。想成为他的客户，光有钱没有人介绍是不行的。在很多人看来，把钱投给麦道夫已经成为一种身份的象征。顶级高尔夫球俱乐部甚至以能介绍投资给麦道夫作为吸引球会会员的促销手段。

由于金融危机对整个行业的影响，就连麦道夫的对冲基金也终于开始面临资金赎回的压力，这次高达70亿美元。然而规模庞大的基金却几乎是空的。2008年12月10日，麦道夫告诉他的儿子们他的对冲基金其实是一个苦心经营的惊天骗局。儿子们通过律师向有关部门举报，第二天麦道夫被捕，当时他70岁。

惊天骗局虽然过程复杂，但本质上就是一个“庞氏骗局”(Ponzi Scheme)，简单地说就是用新投资者的钱支付给老投资者。麦道夫坦白说，他在这个从1991年开始的超过500亿美元的骗局中从未做过任何实质的投资。除了付给投资者的回报以外，至少有100亿美元以上的资金不明去向。那么多的钱是无法被个人挥霍的，究竟去了哪里，至今还是个谜。

这个骗局也应该可以更早被发现。

麦道夫从来不详细解释他的投资，他有一次说：“这是通过恰当的投资策略产生的，我不能详细予以解释。”有时候他就干脆以“内幕消息”作为回答。早在1999年就有分析师哈里·马科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



波洛斯（Harry Markopolos）向美国证券交易委员会举报麦道夫。他相信按照麦道夫宣称的投资策略是无法取得如此稳定的回报的——在十几年的时间中仅有三四个月亏钱。另一个应该提前被注意到的警示是，麦道夫长年使用的会计和审计是一家与其业务规模毫不匹配的会计师事务所。这家会计师事务所在一间只有20多平方米的办公室办公，总共3名员工。

可惜这一切都被麦道夫身上的光环掩盖了。

窃听风云

2009年的电影《窃听风云》中，香港商业罪案调查科怀疑某公司的大股东跟几宗内幕交易和操纵市场案有关，所以命令情报组进行24小时的监听。就在电影上映后几个月，美国爆出了史上最大的对冲基金内幕交易案。美国联邦调查局拘捕了包括大型对冲基金帆船基金（Galleon）的老板拉杰·拉贾拉特南（Raj Rajaratnam）在内的多人。这位斯里兰卡裔的对冲基金经理在2009年《福布斯》世界富豪榜上排名第559位。同时涉案的包括英特尔、IBM等公司的高管，还有一位是麦肯锡的著名资深合伙人。检方出示的证据中最重要的就是长期电话监听的材料，其中包括比如对白“这要是漏出去我就完蛋了”等。

很快美国检方又公布了对另一个对冲基金内幕交易案的调查。虽然团伙的成员没有那么著名，但他们却有着更强的反侦听

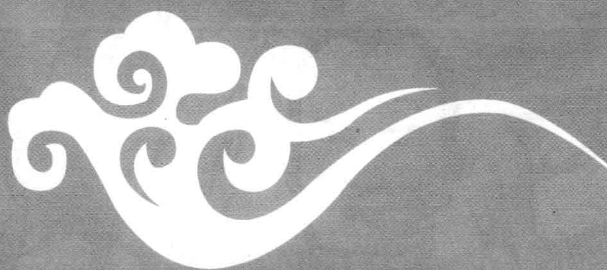
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意识。他们会将一次性手机掰断，并且把手机SIM卡咬坏。他们的绰号也更贴切：首领的绰号是早期007影片的名字“八爪女”（Octopussy），另一个“希腊人”（Greek）也正是美国以侦听为题材的警匪电视剧《监听风云》（*The Wire*）中坏蛋头子的绰号。

这些案子目前都还在审理中。后面的“金融生态”一章将对内幕交易作更多的讨论。

对冲基金的骗局应该说是少数。很多时候投资者可以在投资前的尽职调查中发现危险警号和识别骗局。从上面的例子中我们已经可以看到，至少有几个方面是在作尽职调查时需要重视的：投资策略的透明度；为对冲基金提供审计的会计师事务所的信誉；为对冲基金提供交易执行服务的券商的信誉；基金经理个人提供的背景材料的真实性等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



chapter 6

华山论剑：著名对冲基金经理简介

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在金庸武侠小说《射雕英雄传》中，天下武功最高的几个人是东邪黄药师、西毒欧阳锋、南帝一灯大师、北丐洪七公和中神通王重阳。他们每三十年在华山论剑一次，比较谁是天下第一。到了《神雕侠侣》，变成了东邪黄药师、西狂杨过、南僧一灯大师、北侠郭靖和中顽童周伯通。

江湖的顶尖高手都是神龙见首不见尾的。在这里我们根据公众资料简单地记述几位业界的成名英雄。一家之言，博君一笑。

东邪/布鲁斯 · 科夫纳

布鲁斯 · 科夫纳（Bruce Kovner）是著名宏观对冲基金卡克斯顿的创始人。

在下海之前，布鲁斯毕业于哈佛大学，曾经在哈佛大学和宾夕法尼亚大学教授政治学课程。他还参与过政治竞选组织活动，学过音乐，直到某天开始大宗商品期货的交易。他的人生第一笔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

操作是用信用卡借了3 000美元炒大豆期货。涨到40 000美元以后，又眼睁睁看着它跌到了23 000美元。这笔交易教会了他风险管理。此后布鲁斯一直主要从事宏观投资。

《射雕英雄传》中的东邪黄药师多才多艺，擅长音律。布鲁斯是世界最著名的朱莉娅音乐学院的董事会主席。他也曾是美国最著名的保守派智库美国企业研究所的董事会主席。

2009年，他位列《福布斯》世界富豪榜第164位。

西狂/肯·格里芬

英雄出少年。

在肯·格里芬（Ken Griffin）还在哈佛大学读本科的时候，他就在宿舍里创办了自己的对冲基金，在课间的时候交易，主要做可转换债券。1990年他正式创办城堡基金（Citadel），在之后的近20年中取得了瞩目的业绩。城堡基金渐渐扩展到各个投资领域，是最重视机构化的基金。它是首家发行债券的对冲基金，也涉足投行和其他多种金融服务业务。

在2008年金融危机中，城堡基金蒙受了巨大损失，亏损逾50%。小说中“西狂”杨过少年成名，断臂之后武功愈发精进。肯在2008年才仅40岁，前途依然不可限量。

肯曾被列为世界十大最积极的艺术品收藏家，参与了许多注重于教育的公益活动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在2008年的巨额损失之后，他依然位列2009年《福布斯》世界富豪榜第468位。

南帝/史蒂文·科恩

江湖中没有谁比史蒂文·科恩（Steven Cohen）更有资格被称为皇帝的了。

2006年，《华尔街日报》的采访在标题中将他称为“对冲基金的国王”（the hedge fund king）。在此之前，2005年的《纽约时报》将他称为“华尔街的新王子”（a new prince of Wall Street）。而《商业周刊》也曾以封面文章“你从没有听说过的华尔街最强的操盘手”（the most powerful trader on Wall Street you've never heard of）为题进行了报道。据说他主要从事大量短线股票交易，富甲天下以后依然每天长时间操盘。

史蒂文是世界上最豪阔的现代艺术品收藏家，有些作品他出价逾亿美元。他收藏着达米恩·赫斯特（Damien Hirst）著名的作品《生者对死者无动于衷》（*The Physical Impossibility of Death in the Mind of Someone Living*），一条死鲨鱼切割开后被分别泡在装满福尔马林溶液的玻璃箱中。他个人的奢华生活也常常成为媒体报道的内容。

2009年，他位列《福布斯》世界富豪榜第87位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

北丐/保罗 · 琼斯

保罗 · 琼斯（Paul Tudor Jones）主要从事宏观投资。他的经典一役是1987年他成功地预测了“黑色星期一”。1987年10月19日（星期一），美国道琼斯工业平均指数大幅下跌508点，跌幅超过20%。那个月保罗管理的都德期货基金回报率高达62%。

保罗发起创办的罗宾汉基金会（Robin Hood Foundation）是一个在江湖很有影响力的扶贫公益组织，其他许多对冲基金经理也参与其中。它的最大特色是，基金会的理事们承担了所有的运营成本，这样保证了所有的捐款都100%地被应用于公益事业本身，颇有小说中“北丐”洪七公锄恶扶弱之风。

2009年，他位列《福布斯》世界富豪榜第224位。

中神通/乔治 · 索罗斯

乔治 · 索罗斯（George Soros）无疑是最有名的对冲基金经理，也是最成功的。

索罗斯出生于匈牙利，英国学成之后26岁时迁居到美国。他早期从事股票和套利交易，后来以宏观投资而著名。在1992年狙击英镑、1997年亚洲金融风暴中，他扮演了非常重要的角色。近年来，索罗斯处于半退休状态，次贷金融危机期间重新掌舵，战绩不俗。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

索罗斯一直认为他自创的哲学思想“反身性原理”(reflexivity)是他投资的根本，但其理论至今没有被主流学界接受。江湖甚至有充满妒意的谣言说，危机来临前夕会背疼才是索罗斯每每成功预测的原因。

索罗斯信奉卡尔·波普尔的开放社会理论，在中欧和东欧大量捐款推动民主政治。他也积极参与美国国内政治，同时有许多著述，如《金融炼金术》、《金融市场新范式》等。

2009年，他位列《福布斯》世界富豪榜第29位。

独孤求败/詹姆斯·西蒙斯

江湖上还有一位高手，他的武功犹在前面几位之上，已入化境，想求一败而不得，人称“独孤求败”。

詹姆斯·西蒙斯（James Simons）是一位著名数学家，曾任纽约州立大学石溪分校数学系主任，曾经和著名华人数学家陈省身一起创立了著名的Chern-Simons几何理论。他还曾经为美国国防部从事密码破解工作，就是小说和电视剧《暗算》中那种性质的工作。

他的文艺复兴科技公司是对冲基金公司中的另类。公司就好像一个研究所，一半的雇员都是科学家出身，几乎完全没有金融背景。交易策略非常神秘，只知道是完全基于量化模型。

而他取得的回报率无疑是业界最好的。旗舰大奖章（meda-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

llion）基金过去20年中的年回报率在35%以上，近年来还是在扣除了令人咋舌的5%的资产管理费和44%的投资收益分成以后。但是他最近创办的另一个更大的文艺复兴法人股票基金（Renaissance Institutional Equities Fund）的表现却差强人意。

詹姆斯的一个孩子有自闭症。他近年来大量捐款援助相关的医疗研究，对数学教学研究方面也慷慨解囊。

2009年，他位列《福布斯》世界富豪榜第55位。

其他名列2009年福布斯世界富豪榜前500的对冲基金经理还有：

名列第76位的在次贷危机中赚得盆满钵盈的约翰·保尔森（John Paulson）

对冲基金奥氏资本（Och Ziff）的股东Ziff家族和基金经理丹尼尔·奥克（Daniel Och）

索罗斯曾经的副手斯坦利·德鲁肯米勒（Stanley Druckenmiller）

能源对冲基金Centaurus的约翰·阿诺德（John Arnold）

规模最大的对冲基金之一Bridgewater的老板雷·达里奥（Ray Dalio）

主要做事件驱动，尤其是廉价债券的Harbinger的菲利普·法尔科内（Philip Falcone）

著名的基于量化模型做统计套利的D.E.Shaw的创始人戴维·肖（David Shaw）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一个主要做统计套利的千禧年（Millennium）的伊斯雷尔·英格兰德（Israel Englander）

宏观对冲基金摩尔（Moore）的路易斯·培根（Louis Bacon）

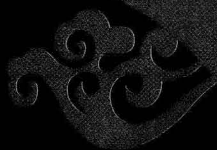
激荡三十年

业内的朋友罗佳斌在审阅了本书的初稿以后建议说，其实这个江湖可以追溯到几个主要门派，研究江湖的演变进化过程对于今天的中国很有意义。在二三十年以前的美国，大家也都是操盘手，慢慢地进化成今天的对冲基金经理。这样的一个进化过程同样会在中国发生，只是速度更快。系统地梳理江湖历史需要大量的工作，我在这里就不轻易尝试了，希望将来能有像朋友吴晓波一样的财经作家写一本对冲基金江湖的《激荡三十年》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



chapter 7

金融生态：对冲基金相关金融生态环境

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

朋友闾丘露薇建议说，像前面那样每章的标题都采用武侠词汇，会不会排斥那些非武侠读者。但是这一章的标题，我怎么也想不出比周小川行长提出的“金融生态”概念更合适的词了。

周小川曾经举过这样的例子：“将动物园的水族馆作为一个生态系统，其中最重要的是鱼，就像我们金融生态系统中的金融机构。金融机构自身必须健康，才能生存和自如地‘游动’，所以其自身的改革是最重要的。所以我们一直强调金融机构要加强自身改革，并不断加大这方面的工作力度。在金融机构自身改革的同时，确实有一个外部的生态环境问题。这个环境就像水族馆里的水草、浮游生物和氧气等一样，是鱼类生存和茁壮成长的必备条件。”

对冲基金不论被算做是大鳄还是鳜鱼，都需要一个良好的生态环境。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金大本营

期货业的朋友田源在审阅了本书初稿以后，建议我写写号称“对冲基金大本营”的美国康涅狄格州格林尼治镇。

从纽约曼哈顿出发，沿着I-95高速公路，往东北行约30英里，刚进入康涅狄格州，3号出口就是格林尼治镇了。如果从纽约中央火车站坐快车需37分钟。

1640年，三个殖民者从土著手中买下了这个地区。从波士顿到纽约的路贯穿这里，17世纪和18世纪格林尼治镇最著名的就是崎岖的山路，被记载于许多游记中。其中有一段路叫做“Putnam Staircase”，被形容成楼梯，其陡峭程度可想而知。1848年，格林尼治镇和纽约的火车通车了，城镇由此开始发展，度假村产业兴起。20世纪初，著名的奉行白人至上的三K党在当地也曾有许多信众。最近的电影《革命之路》（*Revolutionary Road*）是在这里拍摄的，另一部近期重新翻拍过的《复制娇妻》（*The Stepford Wives*）也部分取景于此。

格林尼治镇更是豪宅密度最高的地区。前文提到的“南帝”史蒂文·科恩的豪宅面积32 000平方英尺（约近3 000平方米），而且自带溜冰场和两个高尔夫球洞，“北丐”保罗·琼斯的豪宅面积13 000平方英尺（约1 200平方米）。2008年有俄罗斯的巨富要在这里新建一座30 000平方英尺的豪宅，最引人注目的是其中有26个厕所。在这个严重没有隐私的年代，“华山论剑”一章中几位英

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



雄的豪宅照片都可以很容易地直接在谷歌上找到。

这个拥有6万人口的小镇占地100多平方公里，却拥有几百家对冲基金，管理着数千亿美元的资产。密度之高，就好像电影《叶问》中的武术之乡佛山。

为什么这么多对冲基金啸聚于此呢？我试着简单分析一下。

税收政策。联邦制的美国除了对个人所得征收联邦税以外，各州还有不同的州税。纽约市还有市税。居住在曼哈顿，缴纳的个人所得税会比在格林尼治镇高出大约7%左右，奥巴马当政之后可能会近9%。对于天价收入的少数对冲基金经理来说，天价的7%还是天价。

环保。相比高楼林立的曼哈顿，格林尼治镇的青草碧海蓝天简直就是世外桃源。远离喧嚣常常是这些生活节奏相对自由的对冲基金经理的追求。

市政。虽然现在人们说起格林尼治镇首先想到的是对冲基金，对冲基金的南帝、北丐都住在这里，但历史上格林尼治镇就是“老钱”的聚居区。除了老牌资本家以外，也不乏其他社会名流。老布什总统是在这里长大的，电影演员梅尔·吉布森也住在这里。一直以来巨额的财政收入为这里带来了最好的医疗、教育和其他公共设施。

犯罪率极低。1975年格林尼治镇发生了一起凶杀案，迟迟没有告破。警察局的一个理由是“缺乏经验”，因为之前30年没有过凶杀。直到2002年案子破了，凶手原来是显赫的肯尼迪家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

族的外甥（详情可见同名的书和电影《少女谋杀案》（*Murder in Greenwich*）。

便捷。格林尼治镇到纽约曼哈顿仅40分钟的车程，还有发达的Metro North火车系统。在格林尼治镇毫不妨碍和纽约其他金融机构会晤交流，或者参与纽约大都市丰富的文化生活。

近来国内不少城市都在思考如何建设成为金融中心，但好像往往只重视银行、券商、保险而忽略了基金的力量。实际上中国特色决定了全国性的银行一定是以北京为中心；证券公司由于历史的和天然的原因往往是具有地域性的；保险业相对自由一些，但对地方经济的促进作用可能并不大。比如康涅狄格州的另一个城市哈特福德，号称“保险业之都”，但各方面相比格林尼治镇都要差很多。争取金融中心的地位，最大的可能就是吸引基金业，尤其是私募性质的基金业。格林尼治镇的例子或许能给我们一些启发。

需要监管

电视剧《武林外传》中有一个非常重要的单位，在其他小说中也时常被提到，就是京城的“六扇门”。如果平移到我们讨论的这个江湖来，有点像美国的证券交易委员会。国内对应的机构叫中国证券监督管理委员会，简称证监会。

在武侠小说中，那么多的江湖恩怨，却很少看到政府的角色。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政府对于江湖的态度，大致是只要你们不危害国家安全，不危害社会稳定，不严重影响人民生活，一般就不过度干涉了。

监管部门对于对冲基金行业的态度是相似的。政府对于对冲基金行业的监管相对宽松，一般不干涉基金的投资策略，不管基金的盈亏和投资者蒙受的损失比例如何。但有些方面非管不可，有些红线是不可逾越的。监管部门一定要保证金融市场的稳定、公平和有效率。

首先必须严打的就是内幕交易（Insider Trading），因为它严重损害了金融市场的公平性。内幕交易是指了解对证券市场价格有重大影响的信息的内幕人员，或非法获取该信息的人员，在信息尚未公开前进行证券交易，或者将该信息泄露给他人，或者根据该信息建议他人进行证券交易的行为。不论是自己交易牟利，还是泄露给他人，都属于内幕交易，只要该内幕信息还不为广大投资者所公平普遍获知。内幕交易猖獗的市场，真可谓“股市很黄很暴力，散户很傻很天真”。

在前述的帆船基金内幕交易案之前，历史上最有名的内幕交易案例发生在20世纪80年代，详细记载于《贼巢》（*Den of Thieves*）一书中。当时最有名的从事并购套利的基金经理伊万·博斯基（Ivan Boesky）和如日中天的垃圾债券大王迈克尔·米尔肯（Michael Milken）都因此入狱。电影《华尔街》即取材于此，其中的名句“贪婪是好的”（Greed is good.）也正出自博斯基之口。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009年5月，著名的对冲基金Pequot Capital关闭了。Pequot在鼎盛时管理150亿美元，关闭时仍管理约30亿美元。它有着20多年的良好业绩，关闭的主要原因是由于内幕交易的嫌疑严重影响了其声誉。Pequot的老板亚瑟·桑伯格（Arthur Samberg）解释为什么关闭时说："调查让公司笼罩上了乌云，同时也使个人分心。"主要的一个被调查的事例是Pequot可能从一个微软的前员工那里获取了关于微软的内幕消息。

要防范内幕交易，一方面是有内幕信息的企业进行严格的自控，建立信息防火墙，确保内幕信息不被他人获知。同时强有力的稽查也非常重要。美国证券交易委员会使用统计模型监测市场中的异动，尤其是在重大信息披露前的异动。近年来不少内幕交易案就是被统计模型发现的。

另一个常被国人诟病的现象是"老鼠仓"。"老鼠仓"是指基金经理在用基金的资金拉升股价之前，先用自己个人及其亲属和关系户的资金在低位建仓，待用基金资金将股价拉升到高位后，个人仓位率先卖出获利。

前面提到的麦道夫是对投资者赤裸裸的欺诈，"老鼠仓"同样也是对投资者的欺诈，性质是一样的，只是五十步和一百步的区别。

"老鼠仓"现象在公募基金中时常出现，亟须监管，但是在对冲基金行业中却很少发生，可能有以下几个原因：对冲基金往往操作更复杂的金融工具，进出市场也更迅速，不适合个人账户；对冲基金一般会分散投资，较少会重仓到可以推动市场价格；自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



信的对冲基金经理更相信自己获取长期回报的能力，宁愿把自己的资金放入自己的基金中统一管理；对冲基金经理可以合法地获取高收入，没有必要铤而走险。

尽管如此，对冲基金行业依然需要加强企业自控，尤其是需要防止部分从事具体交易工作的初级人员经不起诱惑而走上歧途。基金一般都会有自己的合规手册，对员工个人账户的交易作出严格的规定（如需要提前上报）和定期审核。

中国在改革初期提出了“效率优先，兼顾公平”原则，现在强调“更加注重社会公平”。在金融市场中，公平是有效率的前提。内幕交易和“老鼠仓”这样的行为严重破坏了金融市场的公平，也损害了所有市场参与者包括对冲基金的利益。电影里在赌场出老千被抓住是要砍手的，金融市场中加强稽查能力和加大处罚力度也是当务之急。

监管部门要维持金融市场的稳定，这一点比保持金融市场的有效率更重要。

本次金融危机发生之前，趋势是更多地让市场来评估和防范风险。金融危机以后，许多监管政策又重新被提到议事日程上来，包括是否应该和如何加大对对冲基金的监管。在这里也抛砖引玉地简单讨论一下。

对于对冲基金行业的监管，可以更多地从维护金融稳定、消除系统风险的角度设计。

关于对冲基金的注册和市场准入，现在基本上是放任的，其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实在达到一定规模后注册应该是必需的。

美国长期资本管理公司的崩盘对于整个金融市场的稳定造成了威胁，而Amaranth的崩盘对于该局部市场以外几乎没有影响。一个重要的区别在于美国长期资本管理公司使用了更大幅度的杠杆。虽然对冲基金对于投资策略讳莫如深，还是可以要求它们或者它们的主券商（Prime Broker）提供一些关于杠杆和流动性的数据，可以适当地增加透明度。

对于金融衍生品市场需要加强监管，尤其是场外交易产品。对于具有卖保险性质的衍生品如CDS要加强监管，尤其注意衍生品中的隐性杠杆。

对冲基金的操作可能对个别国家经济或者局部市场造成的冲击很难预测和评估。但我们有理由相信，在今天这样庞大的金融市场体系中，个别基金想要在较长时间内违背市场规律地操控市场是不可能的。

金融市场的稳定符合所有市场参与者包括对冲基金的利益。

监管需要帮助

几百人的证监会，即使加上地方机构，要监管近亿的股民，还是需要些帮助。

帮助可能来自几个方面：机构的自控、行业的自律和媒体的监督。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前面讲内幕交易和“老鼠仓”的时候我们已经提到过机构的自控。

行业的自律也很重要，尤其在对冲基金这个充满创新的行业。

对冲基金总是处在金融创新的前沿。它们向来不惮于操作新的复杂的金融工具，而且往往懂的人越少越容易赚钱。而监管在对金融创新的理解中常常是迟滞的。原因在于，业内中人有更多的激励去创新并且迅速采纳；而监管部门因为要处理的事务总是千头万绪，仅当创新已经形成一定规模以后才愿意花成本去学习研究。

因此，对冲基金做的事情，常常只有同行才最明白。《缉盗指南》这样的书只有盗圣能写得出来。而维持一个健康的市场环境是符合行业集体利益的。行业协会一般是最好的维护行业集体利益的组织形式。

通过行业协会达到一定的行业自律，是海外金融业比较常见的现象，虽然其效果各异。一个重要的区别可能在于行业协会是否拥有一定的强制力，比如仲裁权等。

行业协会的目的是且仅是维护行业集体利益。常常看到各种形式的组织协会最后沦为野心的战场，大家抢夺“盟主”的地位，岂不又回到了《笑傲江湖》中五岳并派的先例？一旦被野心把持，协会自身也就失去了意义和尊严。

对冲基金最忌惮的可能就是媒体了，最怕的就是标题风险（Headline Risk）。标题风险一般指负面新闻上了公众媒体。一旦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样的事情发生而且性质严重，许多投资者尤其养老基金和大学基金就会把投资的钱撤出，不愿意再与其打交道。后果严重的就会像上述的Pequot一样不得不关门大吉。

如果媒体能够多学习当年《财经》杂志“基金黑幕”的报道，突破层层保护伞，深挖资本市场中的种种不公正现象，市场可以更健康更符合规律，也更有利于投资者包括基金本身。

对冲基金为什么扎堆

为什么绝大部分的对冲基金都集中在美国和英国，而且主要是大纽约地区（包括格林尼治镇）和伦敦呢?

简单的解释可能是英国和美国相继是世界霸主，造成了伦敦和纽约历史上就是世界金融中心。因此金融机构都集中在这些地区，对冲基金也一样。

但对冲基金和其他金融服务业略有不同。它处在食物链的上层，使用其他金融机构的服务，唯一的客户是投资者。换句话说，投资者是唯一需要伺候着的，而他们遍布世界各地。对冲基金并不需要特别在意和其他金融机构在地理上的靠近。再说许多对冲基金不过十几个人七八条枪，搬家并不是很困难的事情。

我猜测这其中有制度上的原因。

基金的本质是信托责任（Fiduciary Duty）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



曾子曰："可以托六尺之孤，可以寄百里之命，临大节而不可夺也。君子人与？君子人也。"

——《论语》

根据《中华人民共和国信托法》，信托是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的进行管理或者处分的行为。

我们知道，当今世界法律主要存在两大法系，英美法系（又称普通法系，common law）和大陆法系（又称民法法系，civil law）。中国大陆地区采用的是大陆法系。

信托是起源于英美法系的一个法律概念。在英美法系中，受托人被赋予了信托财产的形式所有权，可以方便地管理信托财产以实现信托目的。信托财产又独立于受托人自有财产之外，在受托人的一般债权人追及范围之外。美国尤其重视信托的社会和商业功能，注重信托财产的增值，在不违背信托条款和诚信原则的前提下，赋予受托人尽可能广泛的权力。

信托法中受托人与受益人对于信托财产的分割所有权和大陆法系中绝对所有权的概念相悖，还有其他种种矛盾之处。虽然许多大陆法系的国家基于政治和政策的因素，或者仅从完善金融工具的需求出发，开始引入信托法，但嫁接过程中还是带来了许多理论和实践上的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我猜测正是这相对完备的信托法使英美两国有着更适合对冲基金行业的金融生态环境。

也许还有文化的因素。福山在《信任》一书中提到社会成员之间的信任是文化对经济的影响途径和表现形式，它直接会影响甚至决定经济效率。他说道："在中国，家庭关系压倒其他所有社会的责任。在家族内部具有很高信任度的同时，非亲非故人们间的信任关系却很难达成。"

信托责任的本质是基于信任关系之上受托人为委托人所应尽的责任。基金尤其是将信任关系延伸到家庭关系以外的专业投资者。

业内的朋友陆飙提供的数据显示，就在2008年11月初至2009年7月的国内牛市中，中国成交市值和美国成交市值的比率从10%一路飙升至140%左右，其中大部分是异常活跃的短线操作的爱追涨杀跌的散户。这是不是因为他们对基金经理这些专业投资者缺乏信任了呢？随着基金经理们更加成熟和专业，这种现象会有所改观吗，还是已经因文化根深蒂固了？

2008年12月的《金融杂志》（*Journal of Finance*）上有篇学术论文《信任股市》（*Trusting the stock market*）。文中通过实证研究发现，越不信任别人的人就越不大会参与股市。即使参与，他们买的也会少一些。如果目标是鼓励参与股票市场，加强关于市场的教育可以弥补信任的缺失。希望本书也能为市场的普及教育和发展作些贡献吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对冲基金在组织结构上通常采用有限合伙（Limited Partnership）的形式。基金管理公司作为其中的普通合伙人（General Partner，简称GP），投资者作为有限合伙人（Limited Partner，简称LP）。国内新的《合伙企业法》确立了有限合伙制度，但现在要依此建立对冲基金据说还有许多实际困难。

朋友陈志武教授在《为什么中国人勤劳而不富有》中提出中国人往往需要用勤劳来对冲制度成本。在培育金融生态环境的过程中，如何改革制度成本使之成为制度资本，还需要我们大家继续勤于思考。


全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



chapter 8

侠之大者：对冲基金经理必备素质

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

古龙在小说《武林外史》中写道："武功秘籍是死的，试问世上究竟有几人的武功真是自这些秘籍学得的？智慧、毅力、经验，再加上时机，才是练成绝艺的真正要素。只不过世人无知，常常会被这些武功秘籍的种种传说迷惑而已。"

要成为大侠，可不是件容易的事情。

对冲基金经理基本素质

在《对冲基金猎人》（*Hedge Hunters*）一书中，作者采访了摩根凯瑞资本（Morgan Creek Capital Management，LLC.）的创始人马克·尤斯科（Mark Yusko）。

摩根凯瑞资本是一家基金的基金（Fund of Funds，简称FoF）。FoF主要做的事情就是选择对冲基金，把客户的钱投资进去。如果投资者想把钱放进对冲基金，却不知道该投哪家，他们就可以通过FoF把钱分散在多家对冲基金里，但是FoF会额外收取一层

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费用。在麦道夫事件中，FoF没有能够通过尽职调查发现骗局，有时还起到了推波助澜的作用，它们扮演的角色受到许多人的质疑。

尤斯科依据他的经验列出了成功对冲基金经理必备的一些基本素质：

独立（independence）

勇气（guts）

谦逊（humility and intellectual honesty）

关系（connections）

抱负（ambition）

聪明（smarts）

尊重雇员（respect for employees）

诚实（integrity）

请容我试着逐条解读一下。

独立。做对冲基金就是行走江湖，当然要够独立。

古往今来，真正的武林高手，都是特立独行，不受影响的人。一个人若连自己的个性都没有，又怎么能练得出独特的武功来。

——古龙《九月鹰飞》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

勇敢。江湖险恶，需要勇敢。

一个人只要有勇气去冒险，天下就绝没有不能解决的事。班超、张骞，他们敢孤身涉险，就正是因为他们有勇气。古往今来的英雄豪杰，能够立大功成大事，也都是因为这“勇气”两个字。

——古龙《霸王枪》

谦逊。这其中还有知错能改的意思。我发现一个有趣的现象，就是每当一个对冲基金经理开始在媒体上或者公众前曝光，他接下来的投资业绩必然受损。这可能有多方面原因。一般来说，当对冲基金经理开始在媒体上频繁曝光，多半是他前段时间业绩出众。然而业绩往往会回归到均值（Mean Reversion），因此接下来的业绩会比以前的平均水平还要差。但更主要的原因是，他开始自我感觉不错，自我迅速膨胀，而骄傲会损害判断力。王阳明在《传习录》里说：“人生大病，只是一傲字……胸中切不可有，有即傲也。古先圣人许多好处，也只是无我而已。”要对冲基金经理做到“无我”二字，是何等困难！

关系。在《笑傲江湖》里，林震南教导儿子林平之说：“江湖上的事，名头占了两成，功夫占了两成，余下的六成，却要靠黑白两道的朋友赏脸了。”对冲基金这个江湖上的事，也是一样的道理。

抱负。没有抱负是不会出来混江湖的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

聪明。聪明是一种能力。智慧是一种境界，更难得。

尊重雇员。尤斯科把这一条单列出来，可能是因为这个行业中有太多剥削雇员的扒皮老板了。其实如果真的谦逊，自然会主敬，对员工自然会尊重。

诚实。诚信本来就是金融交易的基础。诚实也是古龙“七种武器”中的一种，其他六种武器分别是笑、自信心、仇恨、戒骄、勇气和不放弃。除了仇恨以外，哪一条不是成功对冲基金经理必备的素质呢?

请容我还再试着补充几条：

创新能力。书上一般不会写具体怎样赚钱，一般也不会有诲人不倦的老师。真正赚钱的东西一般都需要自己琢磨出来。

深入思考。可以赚钱的东西不会太明显，不然很多人都会发现。一定要比别人思考得更深入。

没有赌性，只有理性，有纪律。在小说中，“小李飞刀”李寻欢大战比他强大的上官金虹，却胜出了。

阿飞道：“他做错了什么？”

李寻欢道：“他的确有很多机会能杀我，他甚至可以令我根本无法还手，可是他却故意将机会错过了。”

像上官金虹这样的人，怎会将机会错过?

孙小红也忍不住问道：“为什么？”

李寻欢笑了笑，道：“因为他心里始终想赌一赌。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

孙小红眸子里发出了光，道："他当然不相信'小李飞刀，例不虚发'这句话。"

李寻欢道："他不信——任何人他都不信，这世上根本没有一件能让他相信的事。"

孙小红道："结果呢？"

李寻欢淡淡道："他输了！"

——古龙《多情剑客无情剑》

多少散户输在了想赌一赌上。

投资和兵法

《孙子兵法》第一篇《始计第一》中写道：

孙子曰：兵者，国之大事，死生之地，存亡之道，不可不察也。故经之以五事，校之以计，而索其情：一曰道，二曰天，三曰地，四曰将，五曰法。道者，令民于上同意，可与之死，可与之生，而不危也。天者，阴阳、寒暑、时制也。地者，远近、险易、广狭、死生也；将者，智、信、仁、勇、严也。法者，曲制、官道、主用也。凡此五者，将莫不闻，知之者胜，不知之者不胜。

对冲基金投资和打仗是一样的，需要弄清楚以下几点：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道者：投资决策符合市场规律。

天者：天时，投资的时机恰好。

地者：熟悉证券产品的具体市场特性。

将者：对冲基金经理需要做到智、信、仁、勇、严。聪明、诚实、谦逊、勇敢和有纪律，都是刚才讨论过的。

法者：熟悉监管规章和市场制度。

知之者胜，不知之者不胜。

对冲基金的半衰期不到5年，也就是说有一半多的对冲基金开业5年就不得不关门了。这些能自己创办对冲基金的人，一般都已经有一定经验，自信可以胜出市场，也有投资者愿意相信他们可以胜出市场。

由此可见，混在这个“江湖”有多么难，一将功成万骨枯。

保罗·琼斯说过，市场就像三维的国际象棋。因为深蓝电脑已经可以赢人类国际象棋冠军了，所以我把这句话改成“市场就像三维的围棋那样复杂”。没有人能够看明白整个市场，原因就像哈耶克说的，没有人能够拥有所有的信息。即使是顶尖的高手，也只能通晓某个局部的变化，而全局往往是联动的。很多时候事后解释还会众说纷纭，事前预测那更是难如登天。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为国为民，侠之大者

保罗·琼斯说市场就像三维的国际象棋。照我理解，他说的不仅是市场的复杂，还有一层含义是：在市场中的博弈和在棋盘上的博弈一样，根本都只是场游戏。游戏之外，还有生活，还有世界。

武功高强就是大侠了吗？富可敌国就是成功了吗？

古龙在《边城浪子》中写道："刀本是用来杀人的。懂得用刀杀人并不困难，要懂得如何用刀救人，才是件困难的事。""要学会如何去爱人，那远比去学如何杀人更重要。"

金庸小说《神雕侠侣》中，郭靖对杨过道："我辈练功学武，所为何事？行侠仗义、济人困厄固然乃是本分，但这只是侠之小者。江湖上所以尊称我一声'郭大侠'，实因敬我为国为民、奋不顾身地助守襄阳。然我才力有限，不能为民解困，实在愧当'大侠'两字。你聪明智慧过我十倍，将来成就定然远胜于我，这是不消说的。只盼你心头牢牢记着'为国为民，侠之大者'这八个字，日后名扬天下，成为受万民敬仰的真正大侠。"

为国为民，侠之大者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



武穆遗书：上篇小结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金庸所有武侠小说中，最牛的秘籍是什么？

《九阴真经》、《九阳真经》、《葵花宝典》、《乾坤大挪移》、《独孤九剑》……

都不对。

是《武穆遗书》，岳飞的兵法心得，可以统领千军万马，攻城略地，统一中原。

我恰巧和改革开放同龄，目睹改革开放给十几亿人民的生活带来翻天覆地的变化。邓小平的社会主义市场经济理论就是今天的“武穆遗书”。相比之下，纵然是对冲基金这个江湖中的武林盟主、盖世武功，也是多么的微不足道。

但我还是希望能够通过这本书，帮助大家初步了解对冲基金行业，希望能传播一些金融投资的理念，带给中国的广大投资者一点启发。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



下篇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

chapter 9

对冲基金就是一种修行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两年前，有一次在九华山向方丈请教佛法中的智慧。其间我问："佛法无边，真的是有可以翻江倒海的能力吗？"

方丈说，其实所谓佛法无边，是说佛有大觉悟大智慧，通晓宇宙中的一切道理。

方丈接着说，人的意义就是要通过修行获取智慧。等到了最高境界，有了大智慧，就变成了佛。所谓众生皆可成佛。

最后，方丈问："你在纽约那边，有没有去听过圣严法师讲法？"

我很惭愧，没有。

2009年，我去了一次圣严法师在纽约上州的法鼓山道场。由于法师年初圆寂，带着学员禅修的是一个剃度了的美国和尚。禅修活动结束以后，坐在休息室里，我蓦然看见墙上挂着圣严法师亲笔书写的四个大字：游戏人间。

当时我心中一震。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小时候在歌词里听到“游戏人间”，总以为是游龙戏凤之类的意思。看着圣严法师遒劲的书法，当时有种顿悟的感觉，正如在本书上篇中写到的，在市场中的博弈和在棋盘上的博弈一样，其根本都只是场游戏。游戏之外，还有生活，还有世界。

在《小王子》里，小王子来到商人的星球。商人在非常认真地数着星星。小王子问：

“你要这些星星做什么呀？”

“我要做什么？”

“对呀！”

“什么也不做，我占有它们。”

……

“确实如此。可是，你占有星星做什么？”小王子说。

“我管理它们。我统计它们的数目，反反复复地计算，”商人说，“难呐。不过，我是个严肃认真的人。”

对冲基金经理们都是严肃认真的人。

圣严法师在《心的经典》中解释《般若波罗蜜多心经》时说：

所以不断造业受苦的根本原因来自无明烦恼，也就是没有智

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

慧！那么如何去开发智慧呢？必须修三无漏学和六度。三无漏学是解脱道的根本，而六度是菩萨道的基础，也是三无漏学的开展。

三无漏学，就是戒、定、慧。六度，就是布施、持戒、忍辱、精进、禅定、智慧。戒与定是为了得无漏慧，有了无漏慧，才能断除生死恶业，即不再造生死的苦因。

在接下来的几章内容中，请容许依然不明佛法的我借用“六度”来分享一些心得。

电影《非诚勿扰2》里说，活着就是一种修行。对冲基金就是一种修行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



chapter 10

持戒：漫谈风险控制等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有个经典的研究发现，80% 的司机觉得自己的驾驶技术要比平均水平好。在股市中，这个扭曲可能还要更严重些。估计大于80% 的市场参与者都有非常美好的预期，而在市场中赢利的从来都只是少数。另外一个类似的研究发现，当我们估计去某地所需要的时间的时候，我们总是习惯性地低估。对于我们能否在某个特定时间内完成工作，我们往往会把可以完成的概率高估1倍以上。

有趣的是，我们只是高估自己。只要把问题变换成估计某甲去某地所需要的时间，我们就可以作出正确的估计。所以当员工总是拍着胸脯觉得自己可以完成任务的时候，主管往往能够作出比较准确的判断。其实换成他自己向老板汇报的时候也不能作出准确的判断。

差别只是在于其中有没有“我”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主观的和系统的

在这里插一段对上篇的补充。之前的“七种武器”的分类主要是依据对冲基金的投资对象和策略；“剑气满天”里讨论了基本面和技术面。除此之外，我们还可以按投资思路分为主观的和系统的。

主观的对冲基金经理通常是四处去寻找市场中的暂时性的错误定价，或者对某个局部市场的未来走势有一个判断，有较强的主观性。

而系统的对冲基金经理则试图发现在市场中长期持续存在的错误定价。他们常常更多地使用量化工具、构建模型来理解市场。

前段时间业界流行一个词叫做manufacturing alpha，就是像制造工厂一样生产我们的“希腊老朋友”阿尔法。我觉得这个比喻其实不恰当。制造业里可以依据投入比较准确地估计产出，而在市场中，即使你有最强的系统，最后的回报率也是不可预知的。上篇里提到的“独孤求败”西蒙斯老先生接受采访时说，他每天上班就是去看今天运气怎么样。所以系统的投资者更像农耕社会里的农民，或者说更像农业科学家，最终亩产多少还是由“天”说了算。

主观的对冲基金经理寻觅机会，更像游牧民族的猎人。虽然我自己的思路更偏于系统，在这里我完全是像《狼图腾》里那样，对游牧民族和狼充满尊敬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两种投资思路下的生活状态也不同。系统的对冲基金经理把市场看做一个非常复杂的多维系统，希冀在其中寻找永恒的、普适的规律，并不用关心暂时的市场波动。

而主观的对冲基金经理则像《狼图腾》里的狼一样，需要随时获取最新的动态，设计合适的捕猎策略并且执行。《额尔古纳河右岸》里的鄂温克人如果驯鹿没有了食物就不得不迁徙。在一个局部市场中的机会逝去以后，主观的对冲基金经理们可能要转移市场，或者甚至转变策略。

财富公式

在上篇中强调过风险管理的重要性。风险管理中最重要的一件事就是风险分配，即决定每笔投资的数额应该是多少。对于系统的对冲基金经理，尤其是基于量化系统的对冲基金经理来说，可以通过量化模型和计算机仿真。主观的投资者有时也可以依赖量化的风险管理模型，但可能缺乏合适的历史数据做仿真运算。广大散户在投资上一般是非系统的，而且缺乏量化工具，在风险分配上往往不知道从何下手。

本书没有预设读者有任何的数学背景，但是这个公式太重要以至于不得不提一下。这就是凯利公式（Kelly Formula）。凯利公式的大意是说，在有正期望的赌博中，为了最大化资本的长期增长，每次下注的比例应该是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$f=[p\times(R+1)-1]/R$$

在这里f是最优的投入比例，p是赢的概率，R是盈亏比（profit to loss ratio）。

举个例子，如果扔一个硬币，正面你赢2元，反面你亏1元，那么p=0.5，R=2/1=2。代入凯利公式可以得出f=0.25，也就是说你的最优方案是在这次赌博中投入你的总赌本的25%。

在市场中同时满足R>1和p>0.5的机会罕见。一般来说，盈亏比大的机会，赢的概率也就小，反之亦然。从风险控制的角度，一般不建议去做那些赢的概率大但万一输起来就会亏很多的策略。

不必拘泥于公式计算的结果，但对于容易高估自己和容易过度投资的投资者，凯利公式一般可以帮助给出一个投资大小的较合理的估计。在凯利公式中，假设p=0.4和R=1.8，我们可以算出f≈0.067。刚才说过我们都容易高估自己，那么应该再保守一些，作为一个一般原则，建议每笔投资控制在不亏掉总资本的5%或者更少。亏到5%的时候，我们就应该毅然决然地斩仓。

关于凯利公式的具体细节可以参考一本专门讲它的书——《财富公式》（*Fortune's Formula*）。

龙蛇混杂

《禅是一枝花》里引的一个典故，南怀瑾先生也讲过：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杭州无著文喜禅师游五台山，中路荒僻处文殊化一寺接他宿，遂问无著："近离甚处？"无著云："南方"。殊云："南方佛法，如何住持？"著云："末法比丘，少奉戒律。"殊云："多少众？"著云："或三百，或五百。"于是无著问文殊："此间如何住持？"文殊云："凡圣同居，龙蛇混杂。"问："多少众？"文殊云："前三三，后三三。"

场景换成2007年年初，对冲基金经理"文殊"和投资银行家"无著"的问答也一样。2007年年初，投资银行也是"少奉戒律"，对冲基金则是"龙蛇混杂"。投资银行的从业人员也比对冲基金的多数倍。

对冲基金经理是职业运动员

有时会被人问起，做对冲基金的社会意义到底是什么？我有时也问自己。以前常听到的一个答案是为市场提供流动性。但在美国2010年发生的"闪跌"（flash crash）中，对冲基金在市场骤跌的时候撤走了流动性而加速了市场的下跌。市场最需要流动性的时候对冲基金没有提供，我觉得至少不能那么堂而皇之地再说提供流动性是对冲基金的社会意义。还有一个答案说是帮助市场纠正错误定价。但因为这只是"看不见的手"的附加作用，所以不敢说总是这样，多数时候可以帮助市场纠正错误定价，但偶尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能会造成错误定价加剧。

少数对冲基金经理获取了巨额财富，美国有本介绍行业历史的新书，名字叫《比上帝更有钱》（*More Money Than God*）。我一直觉得，“获取财富”这个词不太恰当。“获取”这个词搞得好像理直气壮，其实每个人的收入都是在当前特定的社会环境下由于个人的行为（或者称劳动）然后按照当前的社会规则分配给个人的未来使用人类社会资源的权利。如果某人合法得到的财富和他的劳动看起来不匹配，那主要不是因为他的聪明或者运气，而是社会规则的不合理。

有一天我突然想，虽然说对冲基金经理好像没为社会做太多事情，但其他行业，职业体育呢？科比不也就是把一个球往筐里扔进了几万次。

职业体育的意义是什么呢？如果是促进全民健身，那么奥运会就已经很精彩了，为什么还要那么商业化职业化呢？如果说是发展产业链促进国内生产总值，那与其投资中国足球，不如做点别的比如低碳环保的事情也行啊。

我想职业体育一个最主要的意义是提高竞技水平，挑战人类身体和战略等综合素质的极限。也正因为此，职业体育可能是除了金融业以外最喜欢用统计数字的了，每每把比赛解说成是在创造历史。虽然有出于商业目的的吹嘘，但比如泰格·伍兹昔日的成绩，不能不说是对人类某种特定的权重组合下的综合素质的极限挑战。有人说对于高手而言，打高尔夫球80%靠智慧与心理，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20%靠体力即挥杆。职业体育发达的项目，游戏规则往往是对综合素质的考量而不完全是凭身体素质。

如果把投资按照前面所说理解为“游戏人间”，那么对冲基金经理就是在这样的游戏规则里挑战极限。在众多体育项目中，投资更像打高尔夫，追求的是持续稳定的分数。在上篇的“侠之大者”里讨论过，对冲基金是对综合素质的考量。

看了许多篮球比赛转播以后我学会了一句话，叫做“Defense wins championships”。就是说要得冠军最重要的是防守。在上篇中讨论过，投资最重要的就是控制风险。还记得保尔森说的吗？重要的是先守住亏钱的那一边，另一边会自己搞定。

如果把对冲基金比做职业体育，我们就更容易从职业体育精神来理解对冲基金经理的严肃与认真。艾弗森那样的天王级球员，不参加日常训练也被认为是大逆不道。时刻把自己的身心保持在一个良好的竞技状态，需要比常人拥有更多的纪律性。

节选一段篮协的《学习姚明的职业体育精神》的内容：

> 球场上，他刻苦训练，顽强拼搏，提高球技；球场外，他注意自己的形象和言谈举止，善待他人，严格要求自己。

别人都在做

记得几年前的《华尔街日报》里有篇头版文章引巴菲特的话

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，这世界上最坏的情形可以归因为五个字：Everybody else is doing it。

翻译成中文就是：别人都在做。

明明觉得不妥，看见别人都在做，自己也要去做。明知道是违法的勾当，看着别人在做，自己就要去做。明明感觉到股市已经疯了，看见别人都在买，自己还是要挤着去买。

有一个“别人都在做”的典型就是跟从小道消息。几乎所有的优秀的投资方面的图书都会告诫我们，永不跟从小道消息。但现实中，几乎所有人都有跟风的冲动。其实如果静下来想一想，在这个消息传到你这里的时候，已经有多少人知道了？如果人数极少，那么小心了，这很可能算是内幕交易，有很大的法律风险。而如果你不是至亲，很可能已经有百千人在你前面知道了，那么即使是利好，轮到你知道的时候也已经是真正内幕人的出货时间了。

道理不难想明白，但大家都还是去抢，为什么呢？回到开头的例子，还是因为有“我”。如果故事变成是隔壁邻居得到这么个小道消息，你多半会说：“切，这好事还能轮到他？”做不到“无我”，不妨试着转换人称代词再作判断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



chapter 11

忍辱：漫谈行为金融学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上篇中说过投资就像三维的围棋。围棋十诀中有三诀都是教导什么时候应该放弃：弃子争先，舍小救大，逢危须弃。

为什么要花十分之三来讲放弃的道理呢？因为放弃这件事情对于人来说实在是太难了。

投资最常见的一个错误就是被套了以后不肯割肉。在行为金融学里，这叫损失厌恶（Loss Aversion）。行为金融学发现，损失的痛苦大于同样收益带来的满足。赚一百块无所谓，亏一百块就会有点痛。这种不对称性还随着金额的增大而增大。

因此投资者容易过早地售出赢利的股票，而一直持有亏损的股票却不减仓。这种现象在行为金融学里叫“处置效应”（Disposition Effect）。

我们常常会欺骗自己说，在亏损的股票还没有卖掉之前，所有的损失都只不过是“账面损失”。其实对于股票这些根据市场定价的金融产品来说，损失有没有通过最后的出售过程来实现已经不太重要。以当前的价格计算出来的损失就是实际的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为何不放手

我们总是特别希望造成亏损的那只股票能够反弹。这是因为我们的不理性。

首先，我们不想修正以前自己对这只股票看涨的信念。因为当新的信息与我们先前的认知产生分歧，使我们推断出另一个对立的认知时，我们会产生一种不愉快。这在行为金融学里叫认知失调（Cognitive Dissonance）。尤其如果我们把个股投资的失败升华为个人整体的挫败感，我们就更想逃避割肉过程。实际上，割肉这个词很不合适，好像很惨痛，其实想明白了不过是挥一挥手、一片浮云的问题。

其次，为什么这么在乎这只亏损的股票，而不去寻找其他更好的投资机会，追求总的投资组合回报呢？这是因为我们的一种不理性行为，在心里对每只股票的盈亏单独记账，这在行为金融学里叫心理账户（Mental Accounting）。引一个百度百科“心理账户”词条里的例子：

如果今天晚上你打算去听一场音乐会，票价是200元，在你马上要出发的时候，你发现你把最近买的价值200元的电话卡弄丢了。你是否还会去听这场音乐会？实验表明，大部分的回答者仍旧去听。可是如果情况变一下，假设你昨天花了200元钱买了一张今天晚上的音乐会门票。在你马上要出发的时候，突然发现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你把门票弄丢了。如果你想要听音乐会，就必须再花200元钱买张门票，你是否还会去听？结果却是，大部分人回答说不去了。

在投资中，如果我们用心理账户将每项投资区分看待，往往会忽略它们之间的相关性。

最后，每只股票给我们造成的收益或者损失是相对于我们的买入价格而言的。为什么那么在乎股票是否回到我们的买入价格呢？我们需要最大化的是投资组合的总价值，它和我们的买入价格并没有特定的函数关系。我们凭空添加了一个参照点，而以此来作衡量。这在行为金融学里叫锚定（anchoring）。

仔细想想，为什么锚定在我们的买入价呢？这个价格唯一特殊的地方，不就是因为我们的买入吗？我们的买入对于市场又能有什么影响呢？这锚定不还是因为心里有太多“我”了吗？过去的都是浮云，重要的是：活在当下。

别爱上股票

因为有“我”，我们对已经持有的股票往往表现出格外的溺爱。这在行为金融学里叫做“禀赋效应”（Endowment Effect），它是指当一个人一旦拥有某项物品，他对该物品价值的评价要比未拥有之前大大增加。

《小王子》里还有这么一段：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“正是你在那朵玫瑰上花费的时间，才使得你的玫瑰如此非凡。”

“正是我在那朵玫瑰上花费的时间……”小王子说着，以便能够牢记在心。

“人们已经忘记了这条道理，”狐狸说，“但是你必须记住它。从现在起，你要永远对你驯服的事物负责。你要对你的玫瑰花负责……”

“我对我的玫瑰花负责。”小王子重复着，以便能够牢记在心。

但是，你买的股票绝对不是你驯服的玫瑰花，而且小王子也不会是一个杰出的投资家。

正因为心理账户和锚定，当赚了钱的时候，我们往往会不理性地采取更冒险的投资，心里想着，这些多余的钱反正都是赚来的。这在行为金融学里叫做House Money Effect。我看到有中文译做“私房钱效应”，恐怕不妥。这里的意思是花刚从赌场（house）赢来的钱。

除了具体的投资，在处理信息的时候，我们也会产生类似的偏见。简单地说，就是只拣好听的听，丈母娘看女婿，越看越欢喜。这在行为金融学里叫证实偏见（Confirmation Bias），意思是我们往往倾向于寻找那些能够支持我们原来的观点的信息，而往往忽视那些可能推翻我们原来的观点的信息。比如我们买了一只股票，我们读新闻的时候就倾向于只读利好消息；而如果我们已经看空，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就往往只关注利空消息。

求人不如求己

对于那些死活不肯减仓，依旧一相情愿怀抱希望的朋友，我从网上摘录了一则寓言送给他们。

某人遇到了难事，便去寺庙里求观音。走进庙里，发现观音像前也有一个人在拜，那人长得和观音一模一样，丝毫不差。

这人问："你是观音吗？"

那人答："我正是观音。"

这人又问："那你为何还拜自己？"

观音笑道："我也遇到了难事，但我知道，求人不如求己。"

我的理解是，忍辱最重要的是认清自己。韩信受胯下之辱是认清了自己的弱势，然后自强。广大的投资者朋友们要直面一个惨淡的现实，就是在市场中大多数人都是弱势群体。撇开别的一切不说，职业基金经理们每天上班就在琢磨这些，累计投入了比普通投资者多数倍的时间精力。假如市场中真的有包赚不赔的方法，为什么他们不会更先找到呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



chapter 12

精进：简介部分投资策略思路

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市虽然存在中短期波动，但长期表现一般总会体现经济的基本面。如果对经济发展长期看好，对于广大散户来说，就可以适当地投资一些股指挂钩的产品，比如指数基金或者交易型开放式指数基金。固定收益产品，尤其是如果有可以对通胀保值的，也可以适当投资一些。

如果股市随着经济的发展是一个长期不断变大的蛋糕，投资指数产品就可以获得其中给定比例的一小份（减去交易费用）。请注意这里假设了股市会涨，蛋糕会变大。否则在中国市场上有着总被诟病的高得离谱的交易成本，比总体企业赢利还要高的总交易费用，市场将是一个负和博弈。

虽然投资指数产品简单方便而且一般交易费用也相对较低，许多人还是想在市场中抢得更大份额的蛋糕。国内市场的换手率实在高得让人咋舌。请别忘了前面说的忍辱和弱势群体。如果把投资当做游戏，玩玩就好了，小赌怡情，何苦压上全部身家呢？试想一下，足球平时玩玩就好了，大家不是梅西，真的要去和职

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业球员玩身体对抗，最后不是可能落个终身残疾吗？

除了巴菲特和索罗斯

媒体上言必称巴菲特、索罗斯，但他们的“武学”精深，应该说很难仿效。其他有些人的思路和系统相对简单，对于有精力愿意做严肃认真的研究的朋友，或许会有启发。

彼得·林奇（Peter Lynch），一个非常成功的共同基金经理。他最著名的常识投资法，认为普通投资人一样可以按常识判断来战胜股市。他往往会从日常生活中获取有价值的信息，一个著名的例子是他老婆买了某个牌子的紧身裤，他就去买了该公司的股票，涨了6倍。他著有《战胜华尔街》(*One Up On Wall Street*) 等书。曾有质疑说他当年管理的明星基金后来业绩下滑，但他的思路应该会给人以很大启发。

威廉·奥尼尔（William O’Neal），在业内成名已久。他最著名的是一套CANSLIM系统，大意是要买收益好而且增长、有创新题材、流通股少、行业领导股、机构认同度较高的股票，并且当时大势也要看好。他著有多本著作，比如《笑傲股市》（*How To Make Money in Stocks*）。但他的系统中需要的数据并不完全容易获得，所以他有另外一个产业《投资者商业日报》（*Investor’s Business Daily*）来提供加工的数据，因此也引来质疑：到底是钓鱼的还是忽悠人买鱼竿的。虽然没有见过他的系统应用于中国市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场上的实证分析，但该系统相对完备，至少可以作为进一步研究的一个好的起点。

乔尔·格林布拉特（Joel Greenblatt），是一个成功的价值投资专家。在他的《赢得市场手册》（*The Little Book That Beats the Market*）里，他提出一个简化的价值投资模型，号称“神奇公式”（Magic Formula），大意是购买具有高投资回报率和收益率的公司股票。曾有人质疑他的仿真结果，但总体应该是优于大盘的。张化桥先生的《一个证券分析师的醒悟》对该方法有介绍，有兴趣的读者可以参考。

达瓦斯（Nicolas Darvas），写了一本名字非常俗气的书——《我如何在股市赚了两百万》（*How I Made $2,000,000 in the Stock Market*）。在20世纪50年代的时候赚到200万美元是会被《时代》杂志专访的。他是个世界巡回的舞蹈演员，业余时间琢磨了一套方法，竟然获得巨大成功。他有一个基于技术面操作的“箱型理论”（Box Theory），虽然没有见过其应用于中国市场上的实证分析，但可以作为进一步研究的一个好的起点。不过请注意，一来他的200万挣于一段大牛市中的18个月，二来他的方法似乎容易生成非常集中的投资组合，即压宝于少数股票，这时候风险分配和止损就更重要了。还记得忍辱和凯利公式吗？

海龟交易法则（Turtle Trading Rules）。在非常经典的《市场奇才：顶级投资人的访谈》（*Market Wizards:Interview with Top Traders*）一书中，有一个业界的传奇故事：理查德·丹尼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯（Richard Dennis）和他的老朋友威廉 · 艾克哈特（William Eckhardt）打赌，伟大的操盘手究竟是天生的，还是可以后天培养的。于是丹尼斯就招了23个普通人，花两周时间教给他们他自己创造的海龟交易法则。“海龟”这个名字来自于丹尼斯说“我们要培养交易者，就像新加坡人养海龟一样”。后来这些人中有的成功有的失败，但是成功的概率已经远超出了一般人的预期。海龟交易法则主要是趋势投资，近年有本《海龟交易法则》专门介绍它。它的思路可能更适合于期货市场，但同样需要注意避险。

上面列出的是相对比较出名、曾经有过成功的实战应用，也是我觉得思路上比较有道理的一些方法。当然除这些之外其他还有，不胜枚举。比如有个成功的价值投资经理塞思 · 卡拉曼（Seth Klarman）曾经写过一本《安全边际》（*Margin of Safety*），两百多页的绝版书在亚马逊书店上卖1 000多美元。国内熟悉网络共享的朋友想必是不会被难倒的。

读书要小心

书店里有许多教导从技术形态寻找大牛股的书。虽然是技术分析的忠实拥趸，我却想警告大家在阅读时需要小心。因为类似书籍的作者自身常常缺乏实战经验，他们是在事后找到形态的。所以可以说在牛股井喷之前可能常常存在这些形态，但是出现这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些形态的后来不一定都是牛股。这个道理类似于骑白马的不一定是王子，还可能是唐僧，这在统计学里叫“贝叶斯法则”。所以当牛股很少出现，而这些形态经常可以看到的时候，就应该明白，根据这些形态去投资的成功概率可能并不高。另外这些书也常常没有区分我们的老朋友阿尔法和贝塔。如果是分析到庄家主力的仓位和动向，那么这种能力是阿尔法；但书中的例子常常都停留在2006年的大牛市，那些主要还是贝塔。

有人说，“我的成功可以复制”。或许真的可以复制，但我想一定不会太容易。成功根据其定义本来就是一个很小概率的事件，因为大家都能做到的就不算是成功了。要么这些成功需要的素质本身很难具备，要么具备这些素质以后成功的概率还是很小。如果有人说一点钱两堂课就能把你变成股神，不要太轻信。要像职业运动员那样，汗水成就梦想。

在上面这两个例子中，我们容易高估当技术形态出现时股价变动的条件概率，和具备素质以后成功的条件概率。这两例对概率的错误估计，背后还有行为经济学的原因。在这两个例子中都存在着直觉的因果关系，技术形态引发股价变动，素质导致成功。诺贝尔经济学奖得主丹尼尔·卡纳曼（Daniel Kahneman）指出，在存在这样的因果关系时，人们倾向于高估从因到果的条件概率。

还有一些书会讨论某些经济或者市场变量的变动是如何影响市场的，看到这些时也要小心。分析市场的时候最常见的错误就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是混淆因果关系和相关性。很多时候我们看见两件事情相关，就误以为它们之间存在因果关系，其实大谬不然。

一般来说，要满足X和Y间有因果关系，必须不存在一个共同的因素Z同时是X和Y的因。否则，X和Y就存在一种伪关系（Spurious Relationship）。举个例子，从前有研究哪些因素和避孕方法相关性最高，结果发现和避孕方法的使用相关最高的是家里大小家电的总数。显然这应该是一种伪关系，而真正的原因可能是共同的因素比如教育程度或者经济条件。

市场中观测到的相关性大部分都是伪相关，需要我们剥茧抽丝般仔细甄别。

KISS原则

市场极其复杂，方法这么纷繁，很容易就晕了。这个时候请谨记著名的“奥卡姆剃刀定律”。奥卡姆剃刀（Occam's Razor）是说：如无必要，勿增实体。

类似的，还有亚里士多德说的：自然界选择最短的道路。或者如牛顿所说：如果某一原因既真又足以解释自然事物的特性，则我们不应当接受比这更多的原因。

这也是所谓的KISS原则：keep it simple，stupid（保持简单）。

如果真的构建了一个系统发现了市场的本质，那么它应该是永恒的、普适的，而且最重要的是简洁的，有着尽可能少的假设。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些书里的方法有几十条法则，号称当满足这些、这些和这些条件的时候就可以了。

拜托，不会灵的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



chapter 13

禅定：漫谈禅和投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在《活法Ⅱ》里，马云说：

中国有一句话叫人定胜天。这个“定”不是一定的“定”，是镇定的“定”，人要镇定下来，是能够应付各种各样的灾难的。

我觉得，这个“定”也可以理解为笃定的“定”、禅定的“定”。

要做和大多数人相反的事情

“禅”是外不着相，不执著一切境界相是为禅；“定”是内不动心。

我们是如此容易受环境的影响，以至于许多情况下我们自己都不知道。有一个研究，在一家卖法国和德国产的酒的商店里，播放法国音乐的时候，70%以上的顾客买了法国酒；播放德国音乐的时候，70%以上的顾客买了德国酒。而绝大多数顾客不承认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

音乐对他们的购买决策会产生任何影响。有专门利用类似的办法来影响甚至操纵他人的学科叫做神经语言程序学(neuro-linguistic programming)。

记得是在杰西·利弗莫尔的故事里，当时通信技术还比较落后。有个住在山里的老先生，根据报纸上的股价交易，可报纸到他那里的时候已经晚了三天。杰西问他，你这样能行吗？老先生说，我做的是大波段，不会第二天就结束了，而且这样我可以让自己少看盘，耳根清净，定下心来。

巴菲特也为自己作了类似的安排，选择住在偏远的内布拉斯加州的小镇上。

前面提到过的“别人都在做”的羊群效应（Herd Effect)，正是由于这些投资者缺乏定力导致的。投资界的朋友戴志康总是说，要做和大多数人相反的事情。

知之为知之，不知为不知

先简单介绍一下最大熵原理（Principle of Maximum Entropy)。它产生于信息论和热力学，和概率统计学相通，近年来被应用于计算机自然语言处理，非常有效。有人认为前面提过的贝叶斯法则等都是最大熵原理的特例。

熵指的是系统的混乱程度。这个概念始自热力学，后被广泛应用于各学科。系统的熵值反映了它所处状态的均匀程度。系统

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的熵值越小，它所处的状态越有序，越不均匀；系统的熵值越大，它所处的状态越无序，越均匀。在信息论里，熵是不确定性的量度。熵越大说明系统的信息就越少，不确定性就越大，越随机。

在这里我们略过数学细节。最大熵原理的大意是说，在只掌握关于未知分布的部分可检验的知识时，应该选取符合这些知识但熵值最大的概率分布。或者说，充分利用所知道的信息，而对不知道的部分选择信息量更小的可能。

以我的理解，禅定是同样的道理。最大熵原理就是知之为知之，不知为不知；而禅定就是内照所有的已知，而对于外境所有的未知，尽可能少受干扰，少被迷惑。

戒贪嗔痴

佛家说，与戒定慧相对的是贪嗔痴。百度百科这样解释：

贪，是对于喜好的过分偏执；嗔，是对于讨厌的过分偏执；痴，是根本不明事理的实相而作出贪或者嗔的反应。

在前面介绍过的行为金融学的各种偏见里，过度自信可以说是贪，损失厌恶是嗔，锚定是痴。大投资家应该没有那些行为金融学的偏见，也就应该很少有贪嗔痴。

对冲基金就是一种修行，对冲基金经理就是一位行者。著有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《空谷幽兰》和《禅的行囊》的比尔·波特是位行者，他被采访的时候说：

赵州禅师说，吃茶去。你可以在书里读到茶是什么样子的，但你必须亲口品尝，才能真正知道茶的滋味。

说到行者，最出名的当然是孙行者。读大学的时候和所有的大学生一样，看了数遍电影《大话西游》。直到许多年以后有一天突然明白，原来电影里讲的是贪嗔痴。强盗和蜘蛛精对唐僧是贪，悟空对唐僧是嗔，紫霞对悟空是痴。当悟空在城楼上附体于武士，终于给了朱茵和我们这些观众以慰藉，然后默默踏上取经的路之后，影片的最后两句台词是：

女子：那个人样子好怪啊！

男子：我也看到了，他好像条狗啊！

李路在《穷查理宝典》中文版的序言里说，若孔子重生在今天的美国，巴菲特的投资伙伴查理·芒格大概会是其最好的化身。《史记·孔子世家》里写道：

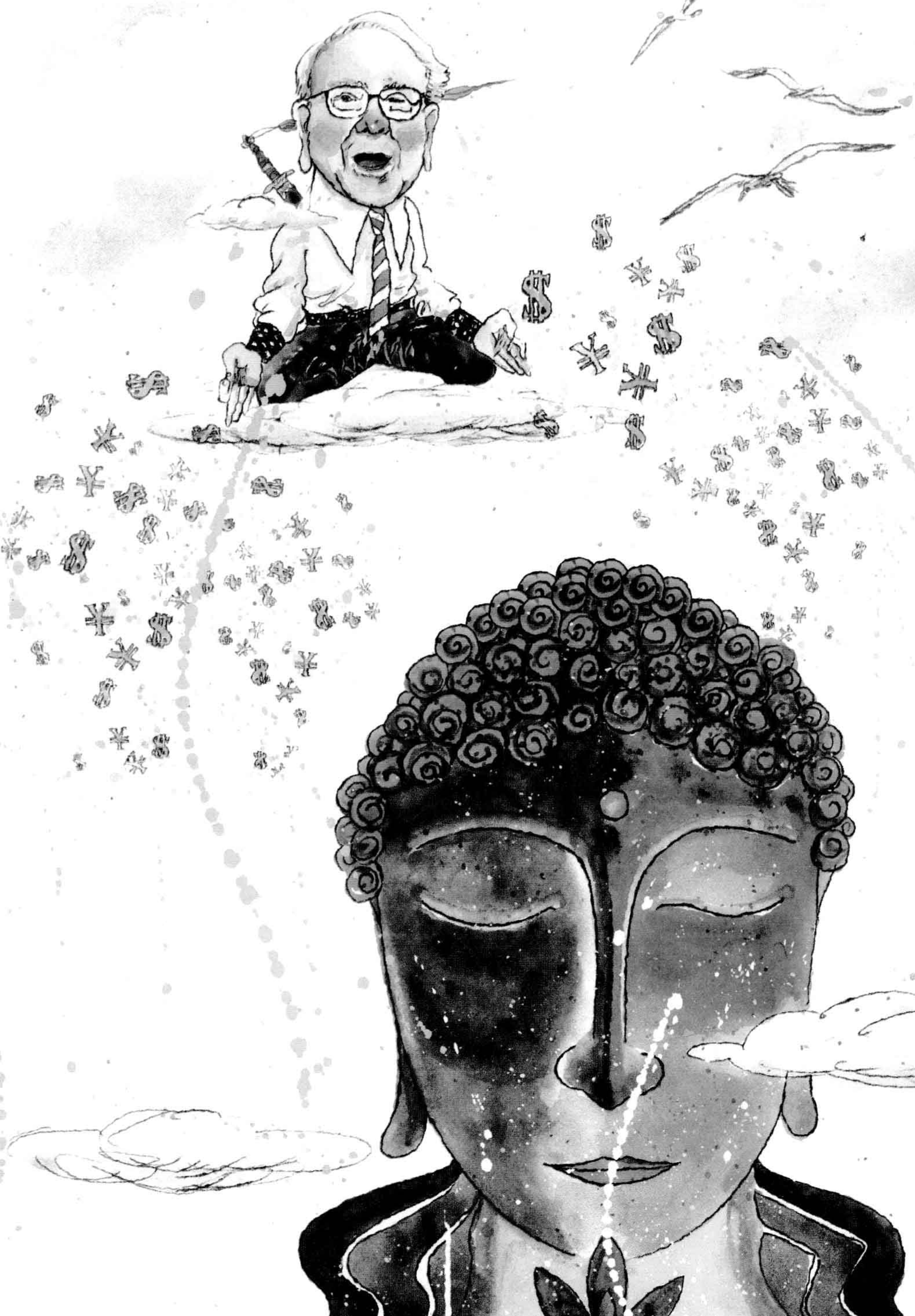
孔子适郑，与弟子相失，孔子独立东郭门。郑人或谓子贡曰："东门有人，其颡似尧，其项类皋陶，其肩类子产，然自腰以下，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不及禹三寸。累累若丧家之狗。”子贡以实告孔子，孔子欣然笑曰：“形状，末也。而谓似丧家之狗，然哉！然哉！”

这些断了贪嗔痴的人，在我们眼里，是不是都像狗一样？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量directions中请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



chapter 14

布施：泛谈公益组织

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布施本来是六度之首，却被我放在后面讲。

过去几年中我作过一些公益的尝试，创办和运作过公益组织和项目。虽然其实没做什么，还是有些体会可以简单分享一下。

把慈善和公益分开

凡勃伦在《有闲阶级论》里提出“炫耀性消费”（Conspicuous Consumption），说很多人花很多钱只是为了显摆。这在当今社会早已司空见惯，基本上是每一个到了那个阶段的人必做的事情。

我想是不是也会有一个类似的“炫耀性慈善”。有些人做慈善会不会更多地只是为了炫耀一下自己有捐赠的能力，或者获取捐赠的名声，而没有仔细地思考过慈善或者公益活动本身怎样才能最有效率地产生最大的影响力。

实际上我觉得在流动性过剩和爱心澎湃的今天，捐助并不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真正的稀缺资源。稀缺的是好的项目设计、执行能力，以及项目与捐助之间的渠道。

我同意一些朋友的看法，把慈善和公益区分开来。慈善更多地理解为捐助，好比企业中的股东出资人；而公益更多地理解为具体公益项目的策划实施，好比企业中的经理运营者。这样，作为一个公益组织，它最重要的是把公益项目做好，使之真的对世界产生点影响。

德鲁克在《非营利组织的管理》中特别强调公益组织需要有一个非常清楚的宗旨使命。因为这世界上可以做的好事太多，往往什么都想做。只有有一个清楚的宗旨使命，才能知道什么是该做的，懂得取舍才能专注。其实能做好一两个公益项目已经是很不容易的事情了。

在清楚关注的项目之后，最重要的可能就是公益创新。如果某件事情需要公益组织参与进去，那很可能是因为原先的解决办法没有效果。这时候首先要做的是思考有没有新的思路、新的办法可以更好地解决问题。许多明明看起来是好事情，就是做不成。仔细推敲一下，总是有某一方——不管多不起眼——没有得到足够的激励。也许调整一下激励方案就能做到共赢，这种创新产生的影响力往往比蛮动要大得多。有的时候带着良好的愿望，却不经意地触动了既得利益分配，最后也徒劳无功，这样的例子并不鲜见。所以项目的设计创新很重要。

接下来就是执行力。公益组织的志愿者常常是业余兼职的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

松散的组织结构下是对领导艺术的考验。

公益组织的重要法则

有本很有意思的书《推动公益事业发展的六法则》（*Forces for Good: The Six Practices of High-Impact Nonprofits*），好像还没有中译本。书里列出了办公益组织六条重要的法则：

1. Advocate and serve
2. Make markets work
3. Inspire evangelists
4. Nurture nonprofit networks
5. Master the art of adaptation
6. Share leadership

容我把它们翻译成大白话：

1. 搞好和政府的关系
2. 搞好和企业的关系
3. 搞好和志愿者的关系
4. 搞好和其他公益组织的关系
5. 适应变化
6. 分享领导

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

读完该书以后和国内一些做公益的朋友聊起时，大家都觉得很有道理。其实主要的社会责任是由政府承担的，公益组织再有理想，能力总是非常有限。公益组织需要更多地把自己定位为政府角色的补充，处理好方方面面的关系，才可能做成点有影响力的事情。

但按我最近的思考，上述六条法则中，最重要的是搞好和志愿者的关系。

在《活法Ⅱ》里，马云还说：

前几年我花最多的时间就是在考虑什么东西会打垮我的公司，而不是什么东西会让我的公司成长。只要不被打倒你就有机会成长。

朋友田源有次也聊起，据他的观察，真正的顶级企业家每天最关心的不是工商管理硕士课程中那一套最大化利润法则，而是有什么样的风险可能在短短一周内就让企业完蛋。

最近有本书《日本最了不起的公司》，书中说，公司最重要的不是赢利增长，而是如何做到永续经营。这乍一看和上篇中提到过的弗里德曼的观点“利润最大化是企业的唯一目的”相悖。仔细想想，其实不然，比如我们对公司用股息贴现模型计算估值的时候，公司可以永续经营已经是一个隐含的基本前提。

对于对冲基金经理来说，最需要关心的不是怎样有个本垒打

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获取暴利，而是怎样规避各类风险，真正做到永续经营。像曾国藩说的，战战兢兢，如履薄冰。

《日本最了不起的公司》中写道，一家企业必须负担起对五个人的使命与责任：

1. 要使员工和员工的家人幸福
2. 要使外包、下游厂商的员工幸福
3. 要使顾客幸福
4. 要使地方社会幸福、繁荣
5. 自然造就股东的幸福

我们可以看到这和前面列的公益六法则是多么相似。该书还写道：

我要再次重申，经营企业首先要考虑的，是追求并实现员工和他们家人的幸福。

对公益组织来说，要做到永续经营，在缺少经济激励的纽带的情况下，怎样保持志愿者的热情，发挥他们的能力，是首先要思考的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接按申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

智慧：下篇小结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按照《知识人的社会角色》里的分类，对冲基金经理应该算是“事实的发现者”吧：

思考、研究过程中每揭示出一个新现象，都会使他产生一种美学上的快感体验；并在激动之余，意识到他的领域具有无穷无尽的财富。它能揭示无数奥秘，它为新的发现提供了可能性。

净空法师说：

离开分别、执著、妄想，那叫做智慧。

前面讲到的心理账户，是分别心；损失厌恶，是执著心；过度自信，是妄想心。离开这些，那叫做智慧。

智慧，梵语发音是般若。圣严法师说：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其实般若二字，可以译为智慧，不过这种般若的智慧，的确是不同世间普通一般人的智慧。

纵然得不到般若，从业于对冲基金的，好歹可以努力去做一个有良心的知识人吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net


跋

对冲基金是个好东西

——陈志武、吴伯凡、黄徽谈对冲基金

吴伯凡：陈老师您看黄徽这本书大致的感觉是什么？

陈志武：首先因为过去这些年大家对对冲基金或者说避险基金有很多的误解，主要还是媒体从方方面面，不只是在中国，即使在亚洲其他国家、拉美国家，也包括美国和西欧国家，特别是2008年金融危机以后，把对冲基金进行了多方位的妖魔化。所以在这样一个背景之下，有黄徽这样的对冲基金的专家和从业者具体介绍对冲基金到底是怎么回事，讲述不同的策略、过去的表现怎么样、它们的特征是什么样的等，通过这些更加大众化的普及工作，可以在中国社会做很多扫盲和消除误解的工作。其实回过头来看，中国从19世纪后半期引入资本市场以后，经过20世纪初的风风雨雨，到50年代又被关掉，直至1990年重新启动，整个经历140多年，对资本市场的态度是从有误解到开始愿意试一试，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

试一试后又进一步误解，再重新去试一试这样一个过程的。终于到现在大家看到了资本市场不只会带来危机，不只是为一些人去圈钱、作假提供机会、提供场所，实际上更重要的是，原来没有看到的但是今天更多人看到的，就是资本市场、股票市场正面的作用。资本市场对于催化整个社会的发展，催化创新创业文化的深化发展的作用是非常积极的。比如我们可以看到创业板市场的推出，对中国创新创业文化的配制，特别是对创业的催化和推动作用非常具体、非常明显。所以对于我们研究资本市场的人来说，对冲基金同样跟股市以及其他东西一样，并非十全十美，它有好的一面也有不好的一面，关键是看人们怎么样去使用这样一个金融工具。

吴伯凡：黄徽的这本书让我想起，陈老师您其实也做了非常重要的工作，就是让中国对金融比较陌生的普通人也能够很生动、具体地感受到金融是什么。您的那本《金融的逻辑》实际上也是一种深度的启蒙。我们现在不乏大师写的大作品，更多的是小师写的大部头的书，但是大师写的小的书，真正把一个行业看得非常透，同时又以很友好的界面表达出来，在介绍一个专业的时候同时又有很宽广的视野，这一类的书是非常必要的，陈老师的《金融的逻辑》应该就是这样的书。黄徽的这本《对冲基金到底是什么？》虽然在风格、内容、深度上可能与陈老师的著作不同，但是有一个相似的地方，就是也是用一种比较友好的、通俗的界面，把一个对大多数人来说非常陌生、很深奥的东西说出来。刚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



才陈老师您讲到对金融，包括对对冲基金等种种金融手段从隔膜、误解、接受、再误解，逐渐的一个循环往复，您觉得人们对于对冲基金最大的误解是什么？现在来讲对冲基金对中国人有什么必要？

陈志武：这个误解不只是在理念和理解上，而且实际上对中国很多的基金管理、理财行为都产生了很大的负面影响。当然我不便指出具体的名称，比如可以到境外投资的机构，在中国现在有很多，大家最熟悉的可能是中投（中国投资有限责任公司），第二家是外汇管理局，当然外汇管理局的目的是不太一样的，第三个是全国社保基金，第四类是不同的保险公司，还有一些投资QDII（合格的境内机构投资者）基金的银行和基金管理公司。但是正因为大家把对冲基金看成是猛兽那么恐怖，所以我刚才列的那些可以到境外投资的机构都把对冲基金当成不能碰的东西，其实在我看来这是蛮荒唐的事。大家宁可去投H股也不愿意碰对冲基金，但就像黄徽在书中谈到的，实际上你稍微了解一下就会发现，不管从总体的回报水平上，还是从风险特征、风险水平上，还是从对冲基金产品和其他种类产品的相关性上，对冲基金实际上比单方向只做多的基金更好，从收益和风险两个角度看对冲基金都是更加突出更优秀的。从1999年年底到2009年的表现来看，对冲基金行业总体的年回报率在9%左右，而风险大概是8%左右。相比之下全球股票市场，也包括中国的，在这期间的回报率大概只有2%~3%，比对冲基金行业的年回报率每年低6%~7%。而从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险波动率的角度来看，全球股市指数的风险水平实际上是对冲基金行业总体风险水平的3倍。在过去10年左右，股市回报比对冲基金每年要少赚6%~7%，而在风险方面，全球股市平均风险率又比对冲基金风险高出2倍左右。从这些具体的数字和实际的效果来看，人们的理解跟真实的情况正好相反。

吴伯凡：这非常有意思。在股票市场也是这样，被蓝筹股套牢的概率远远大于被其他股套牢的概率，但是大家心目中还是觉得蓝筹股是最好的。

陈志武：对冲基金被妖魔化，媒体在中间也起了很大的作用。其实我能理解媒体。包括在美国，大家平时都很羡慕对冲基金的从业者，因为觉得对冲基金赚了那么多钱。从写作报道的角度来讲，媒体总觉得对冲基金这些人赚钱很多，又那么聪明，于是总找一些丑闻去报道。这就是为什么回过头来想想过去十几年关于对冲基金的报道，最突出的都是少数几个大的丑闻，但实际上全球有将近10 000家对冲基金公司，有几个在一段时间之内出问题这不奇怪，就好像上市公司在中国有一两千家，每年总会有几家上市公司出问题，但是我们不能因为这个就说所有上市公司都是这样的。不管哪个群体，不管哪个职业，总可以找到几个坏的种子，这并不奇怪。

吴伯凡："不关注一万，只关注万一"就会把事情无限放大。我从事媒体行业，自身是很有感触的，媒体有一种特殊的撒谎方式，不是说就这个事情编一个谎言，而是选择的角度本身可能就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在撒谎。比如飞机是所有交通工具里面最安全的，它出事的概率是最低的，火车和汽车出事的概率远比飞机高。但是谁都没有关注这些事情，只要哪家航空公司，有时候也就是出一件事情，全世界媒体都会集中关注这件事情，使大家觉得飞机是非常不安全的。所以对冲基金被妖魔化、被误解可能也是跟这个有关。

黄徽，你是作者，也是行业中人，你怎么看对冲基金被误解、被妖魔化的现象？对冲基金真正的价值到底在哪里？作为一种投资者可能的选择，如果你不是业内人士的话，作为想寻找投资渠道的普通投资者，你选择对冲基金的理由是什么？

黄徽：我觉得对冲基金被妖魔化很大程度上是因为外界对这个行业不够了解，这也正是我要写作这本书的原因。正如陈老师刚才讲的，对冲基金的单位风险的投资回报率往往比其他投资方式要好，而且和其他投资产品的相关性也比较低。作为一个投资者，如果可能的话，把对冲基金投资纳入到投资组合中来，可以优化投资组合的有效边界，提高投资组合的单位风险的回报率。另外您刚才讲到媒体用统计数字来误导，如果受过一定的统计学训练的话，对同样的数据往往可以讲出各种不同的故事。最好的统计应用往往在对冲基金这种“实战解决”的行业里，因为这种行业里对于统计推断的结果确实是把钱压上去的。

吴伯凡：对冲基金本来是规避风险的基金，但是现在给人的感觉好像它的风险特别大。它的原意是规避风险，结果却给人感觉攻击性非常强，是这样吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄徽：这是一万和万一的关系。媒体上经常报道的是少数个别的对冲基金可能会喜欢采用攻击性比较强的手段，其实这样的操作手法近年来越来越少了，像索罗斯那种宏观基金的狙击做法现在越来越不是主流。而且投资到对冲基金的投资者，他们对于风险的观念跟以前也有一些变化，现在更多地关注一些波动率小的投资。像索罗斯当年那样进行操作，他们的基金往往容易出现大起大落。

陈志武：我们可以看一下数据，2008年中国股市跌了46%左右，全球股市平均跌了40%。我们再看对冲基金行业整体的表现，2008年大概跌18%。你说对冲基金总体上降低风险的效果，在2008年那样一个极端的年份是不是表现出来了？的确是表现出来了。在过去十几年里面，2008年是对冲基金行业总体回报接近–18%的唯一的一年，但是这个–18%的回报率还是比全球股市平均跌掉40%要好很多。接下来的两年对冲基金都是每年15%左右的综合行业回报率，波动率方面大概是全球大盘股市风险1/3的水平。所以如果看具体的业绩的话，整个对冲基金行业总体的情况跟一些出问题的个案所表现的完全是两码事。所以我们不能根据将近10 000家的全球对冲基金行业中一两家的不好的表现就对整个行业金融品种作总体的评判，那样显然是不对的。

吴伯凡：媒体的视角是讲故事，它对你的注意力的占据度是非常高的。现在一说到对冲基金大家就想起索罗斯等，大家已经用这几个标签性的人物对整个行业定了性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

陈志武：前两年因为我说了事实，证券行业、投资行业的很多朋友非常不高兴。我说如果拿巴菲特公司的股票表现作为参照系的话，你会发现从1999年到2008年年底，巴菲特的股票年化回报率大概为5.9%，而对冲基金行业10年里年回报率是7.5%；风险方面，巴菲特的股票的波动率是19.9%，差不多20%。而对冲基金行业总体回报，在同样的10年中，年波动率只有7%，差不多正好是巴菲特的股票的波动率的1/3，但是回报率，对冲基金行业总体回报比巴菲特的股票每年高出1%多。大家都相信巴菲特是股神，但是没有几个人觉得对冲基金行业总体上是超过巴菲特的。

吴伯凡：偏见的力量不可低估，就像人们还是选择汽车和火车而不选择飞机一样。

黄徽：我觉得巴菲特的成功，和巴菲特的年龄大一些有关。成功的对冲基金经理中，索罗斯老一些，但是其他人，像书中写到的“东邪西毒”那些人大概也就五六十岁，再过20年我估计他们的财富会超过巴菲特的。另外巴菲特的长处是他可以管理这么大的盘子，一般对冲基金没有这么大的盘子。管理这么大的盘子，有些操作手法就不那么有效了。

吴伯凡：为什么对冲基金盘子都不大？

黄徽：因为不同的基金在不同领域内有专攻，每个领域可以投资的量都没有那么大，资产上去以后可能回报率会下降。

陈志武：这个跟对冲基金在整个社会里面的作用和贡献有关系。因为巴菲特更多是看中一个行业或者一家企业长久的发展潜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力，他可以持有几年、10年或者更长时间，所以他可以根据行业的方向来做长期投资。但是一般的对冲基金其主要社会价值、社会作用是帮助把不同的资本市场、证券市场、金融市场之间的错位关系进行调整。这样一来，一般的对冲基金都是找一些相对定价错位的机会，而不是去做5年、10年甚至更长远的投资，其更多地侧重于纠正短期市场中相互关系的偏离，使得整个资本市场、金融市场在整个社会、整个经济中的资源配置效率恢复到应有的水平。正因为这个原因，所以对冲基金的盘子不能太大，因为太大以后有可能因为你的交易产生新的错位，这样一来就会影响到对冲基金的投资回报率。

吴伯凡：四两拨千斤，自身的规模不可能太大。

黄徽：这和对冲基金的结构也有关系，对冲基金对投资者负责，如果资金回报不好，投资者可能会把资金撤掉，所以不能采取像巴菲特那样长期持有的策略。长期持有意味着需要忍受大的跌幅，这也是巴菲特以前做过类似对冲基金但后来转型的一个原因。

吴伯凡：是不是对冲基金更虚拟化一些，离实体更远一些？

陈志武：我不太喜欢用“虚拟”这个词。应该说对冲基金更金融化，更侧重于金融品种之间的相互关系和金融市场中所包含的一些错位的关系。可以说巴菲特的投资更多是实业型的，看中的是长远的行业、企业的发展方向，不一定很在乎今天这些公司的股票相对其他公司股票到底错位多少。他在乎的是更长久的表现，跟产业有关的长久表现。而对冲基金行业普遍的倾向性是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不管这家公司未来赢利怎么样，我只在乎今天和未来几个月中不同的证券之间关系是会继续恶化下去，还是会通过不同人的交易，在明天或者一个月、两个月以后得以纠正，所以侧重点不一样。而且也因为侧重点不一样，对冲基金存在的价值、给社会作的贡献也因此非常的不同。

吴伯凡：但是这有一个问题，巴菲特的这种做法——长期持有，强调跟实体经济的关联，在道德上有一种天然的优势，这可能是产生误解的原因之一吧？

陈志武：你说话剧是不是比电影的道德地位更高呢？还是电视跟电影相比，它的道德地位更低呢？不一样的，这是一个误解，因为不只是中国，几乎所有人类社会，不管是犹太教、基督教社会还是穆斯林社会等，对于短期的投机套利行为，通过金融交易赚钱的行为都普遍持否定、反对、排斥的态度。正因为这个原因就出现了你说的现象：大家普遍认为以侧重于短线交易的方式赚来的钱是不义之财，而巴菲特长期持股，通过判断行业、实业的方向投资赚来的钱，从道德层面上来说就更高尚。但不能这样去理解。每个人，不管是做工匠的还是做工程师的，还是从事制造业、演艺业的，都有各自的价值。原来中国社会一直对“戏子”的评价非常低，但是现在看来，我们的物质生产很丰富，产量过剩以后，大家发现有了这么多钱，有这么多时间，去做什么呢？每个人都想让自己能够在精神领域、非物质领域有更多的机会自由飞翔、自由体验，开始在这个方面花钱越来越多，这时候才发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现原来做演员、从事艺术也可以对人类社会有非常正面的贡献，让每个人的生活一辈子可以过得更美好。按照这些道理去理解侧重短线交易的对冲基金和做长线投资的基金投资者，就能明白它们其实也只是社会分工和社会定位不一样，但都从自己的角度为社会和资本市场作出了贡献。

吴伯凡：相信陈老师的这段话对于我们消除对对冲基金的误解是非常有用的。在中国投资界中有一个比较搞笑的比喻，说有两种看价值的方法，在一头猪的身上绑一根竹竿，把它扔到井里面，有的投资人看猪在水里怎么扑腾，有的投资人只看竹竿在上面不停地沉浮。看竹竿的表现和看猪到底怎么在水里面刨，这种差别是不是类似于对冲基金跟传统投资方式的差别？

黄徽：我觉得不同的对冲基金看不同的东西，有的对冲基金看猪，有的对冲基金看竹竿，应该都有。

吴伯凡：但是在外界的印象当中对冲基金是不看猪，只看竹竿。

黄徽：也有看猪的。

陈志武：如果研究猪的行为的赚钱空间远比看竹竿的更大的话，你就放心好了，肯定有人去这样做的。所以对冲基金行业可能尤其相信市场的效率，只要赚钱的动机、动力还在，你不用担忧不会有人去研究从上面的竹竿一直到下面具体的猪的方方面面。

吴伯凡：巴菲特的投资理念有一个很打动人的地方，他说投资就是嫁女儿，你要看好企业的价值和企业的管理者，对其完全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认可，就像把女儿嫁给他托付终身一样去做投资。而对冲基金给人的感觉是不负长期责任，是一种很短线的，就像网友说的“谈恋爱不结婚就是耍流氓”，给人这样的感觉。这种看法对吗？

黄徽：我在书里面写到，很多散户最后投资失败的主要原因是因为爱上了他们购买的股票，又不舍得割，最后亏损。我觉得充满感情的反而不是理性投资。

吴伯凡：你在书里引用了《小王子》中的话，说当把你所养的花儿驯养以后，你跟它结成了一种非常依恋、相濡以沫的感情，这种心态对投资者来说是不好的。

陈志武：当然这种道德的评判漏洞有很多，比如说你要把你的女儿嫁给一个人，因为你很喜欢，但是不是你女儿就一定喜欢那个小伙子呢？从道德层面来说，你又不是你女儿，为什么你可以去帮助你女儿作出你认为更好的选择呢？也许你女儿本身的价值观、偏好跟你就是不一样，是她自己要日日夜夜跟一个人去生活，而不是你。所以这从道德层面来说是有问题的，应该去挑战。第二，即使你帮助你女儿作了选择，或者你女儿今天作出了选择，过了一天、两天、一个月，你女儿不再爱这个小伙子，或者她的丈夫也不再爱她，你非得让他们维系一辈子或者维系30年、20年、10年的婚姻关系，这是道德吗？要我看，没有爱情的婚姻本身就是不道德的。如果我不爱一个人，我又没办法跟她离婚，就是因为大家更偏向于认为长久的婚姻才是符合道德的，所以我就要压抑我的个性，压抑我对情感的诉求，去跟一个不爱的人坚持20年、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

30年甚至一辈子，这反而是对社会道德的一种破坏。人类社会本来可以充满更多爱，结果变成充满更多恨，充满更多的不自由。人类社会应该是追求幸福、追求爱的，如果背道而驰的话，那是对社会作出负贡献的。所以对不同的投资者，巴菲特也好，对冲基金也好，应该让他们有更大的选择自由。他们如果只愿意跟一个人有一夜情，也许对于他们来说，是他们更好地给社会作积极贡献的一种方式；而另外一些人觉得，他爱上一个人，他愿意跟一个一直有爱的感觉和爱的内容的人白头到老，那也是对社会作积极的贡献。第一，每个人有他选择的自由，投资者当然也有他选择的自由。第二，在情感层面，最终只有在自由选择的前提之下，才更符合人类的总体道德目标和规范。

黄徽：刚才说的这个事情也是媒体对巴菲特的误读。朋友赵丹阳带着很多问题问巴菲特，最重要的问题是问他，如果你长期持有，是不是有时候也要减仓。巴菲特说该减仓的时候也要减仓。

吴伯凡：我们说的只是误解的起源，“一夜情”在某种层面上说是实时地调节资源的偏差，这种方式也许对整体环境和生态来说可能也是好的。黄徽在这本书里写得非常精彩的是对行为金融学的解读，用一些很生动的例子来解释这些概念。陈老师也在耶鲁大学开行为金融学和对冲基金的课。对于中国的读者来说，行为金融学是一个很陌生的领域，它属于金融更细分的一门学科，它跟对冲基金的关系是什么？

陈志武：从某种意义说，正是因为有很多的投资者非理性的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行为方面的偏差，才给很多的对冲基金提供了机会，可以反过来纠正那些非理性的错位的投资者的买卖投资决策，并通过纠正非理性投资者的行为给市场带来的定价的扭曲赢得赚钱的机会，这既是对社会的贡献，也是对冲基金很多投资策略所依赖的原理。比如在中国很典型的一个事就是，大家以股票代码的数字来判断股票好还是不好。我和北大的一个教授作过一些研究，股票代码以8和9结尾的股票，定价普遍比以4结尾的更高。但是实际上正因为太多的股民更喜欢以8和9结尾的股票，而排斥或者回避以4结尾的股票，才导致那些以4结尾的股票定价普遍偏低。你如果想要纠正这种现象去赚钱的话，最好的做法就是买那些以4结尾的股票，逆向运作，当然同时也可以做空以8和9结尾的股票，赚取差价。因为长久来说，几个月或者一两年之后，因为迷信所带来的定价的错位，最后会给这些对冲基金提供更好的赚钱机会。

吴伯凡：是不是从行为金融学的角度来看，对冲基金的优势在于它比较清醒，去除了人们那些惰性、偏见，那些受盲目情感支配的行为。由于它更理性、更超脱，所以它能够看到市场上的一些破绽，并利用这些破绽来获得很大的赚钱机会。刚才陈老师讲的股票代码尾数4和9的情况，技法上叫什么?

黄徽：这种基于迷信的非理性，在美国可能比较少见，这是有中国特色的。我注意到中国的股评节目和美国的股评节目有个不同的地方。美国一般是问，请问某某股票后市如何。中国一般会说我持有招商银行，15块钱买进，后市如何。股民总是要提到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



自己的成本价，这本身就是非理性的，是书里讲到的“锚定”，而媒体也没有注意到这个问题。

吴伯凡：中国的投资者经常是用自己的成本价来判断一只股票的价值，其实两者之间是没有关系的，今天你15块钱买进，它也许会涨到150块，但是大家往往不这样想问题。

黄徽：我觉得这是因为太把自己当回事。其实我们买的这个价格跟后市一点关系都没有。行为金融学中几乎所有的问题最终都可以归结为太把自己当回事。

吴伯凡：前不久流行一个电视剧《天道》，主人公也是做过基金的，他说千万别把自己太当人，千万别把别人太不当人，要有一种不靠的心态，只有什么都不靠的心态才是最强悍的，强者逻辑和强盗逻辑很不一样。黄徽的这本书上半部分讲“七种武器”，可以把它称之为技法，下篇我觉得讲的是心法。只有技法没有心法的人，在“武林”中是不可能有多大的发展的。心法在某些时候是去除一些我执、我慢，让自己达到真正的平常心，面对事实本身作出理性的决策，这方面可能跟行为金融学有一定的关联。所以这本书最吸引我的是把中国禅宗的东西、佛教的东西跟金融学连接起来。关于中国传统的智慧跟行为金融学之间的关联，陈老师您研究过这个话题没有？

陈志武：实际上有很多东西是相矛盾的，比如中国传统的智慧里面就有很多似是而非的东西。比如见好就收，这是一种行为规范，而在投资时见好就收的结果往往会导致被套牢。假设你买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

招商银行的价格是每股15块，如果现在跌了，你就不会出来；如果从15块钱涨到18块钱，则见好就收。但是大家都这样做以后会造成一种现象，跌得越多的反而投资者会越积越多；涨得越多，不管因为什么原因涨的，也都是见好就收卖掉了。这会造成很多价格扭曲的现象，相对于应有的不同股票之间、不同行业之间的定价关系，就不太会出现。如果在中国能够有更多的对冲基金，包括人民币对冲基金更多地推出来的话，特别是允许更宽泛、更自由的做空的空间的话，最后可以使根据传统理念所产生的错位的价格关系得到更多的纠正。以前中国的很多民间智慧都是没有经过大样本的科学研究方法去证明的。

吴伯凡：民间智慧的真理性来源于遣词非常妙或者通俗易懂，但是效果非常明显的，往往会像咒语一样，决定我们的行为。如果中国出现这种对冲基金的话，可能会给一些有识之士、独具慧眼的人、不受这种所谓的传统智慧束缚的人很大的空间。

黄徽：民间经验的这些智慧往往是不利于做投资的。行为金融学的一个重要基础是，人作决策往往是基于经验，而不是基于真正的理性分析。

陈志武：根据经验往往会出现似是而非的结论。

黄徽：像书中写到的，禅那样的更超脱的智慧可能会更适合。

陈志武：我看现在北京不同的手机号码，8越多的号码和9越多的号码往往价格越高，而4很多的号码可能价格很低。那么多人还是相信这个，就是因为原来的那些迷信到今天也没有人用科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学实证的方法进行验证，大家还都继续迷信下去，证券市场也受到这种东西的影响。遗憾的是证券投资是很认真的一件事，赚钱是赚钱，不赚钱就是不赚钱，到最后能不能赚钱不会因为股票代码是8、9还是4而发生改变，它们是没有关系的。

黄徽：从这个意义来讲，中国证券市场更需要呼唤理性投资者的参与。

吴伯凡：要更多有平常心的投资者进来。在资本市场还有一个自我实现的预言，有些谎言，它是假的，但是大家都相信的时候，它就会变成真实的力量。

陈志武：短期之内有可能是这样，这也恰恰说明对冲基金的存在和孕育是非常必要的，因为要靠它们把似是而非的东西纠正过来。如果没有它们的纠正，包括对非理性膨胀的那些股票进行做空，整个资本市场、金融市场、证券市场就不太可能回归理性。

黄徽：金融市场泡沫往往是由这些自我实现的东西推动起来的，如果有更加理性的对冲基金的参与，这种泡沫破灭得会早一些，市场也会更早回归理性，这对于市场来说是很好的事情。

吴伯凡：而且如果缺乏生物多样性，单一生态是最容易造成谬误的。想保持健康的市场，多样性非常重要。像对冲基金这样，能提供另外一种选择，就能增加市场的多样性。它像鲇鱼一样，会产生鲇鱼效应，它进来一搅，那个局就破了，也许这是对冲基金对中国市场的意义。

黄徽：书里有一章“金融生态”正是讨论这方面的问题。即

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使你把对冲基金比做鲨鱼，鲨鱼对于保持海洋的生态多样性也是很有好处的，你看现在电视广告也呼吁大家不要吃鱼翅了。

吴伯凡：刚才我们从金融聊到道德，甚至一些人文的价值。《金融的逻辑》中也谈到民主制度跟金融之间的关系。乔姆斯基说金融市场是反民主的。当然乔姆斯基是带有明显倾向的，陈老师怎么看这个问题？

陈志武：那是缺乏对民主、对金融市场的理解才会讲出来的话。实际上市场是最民主的，从某种意义来说比投票机制更民主，因为它不像一般的政治选举那样只有在固定的时间，几年一次或者一年两三次才有表达的机会。金融市场，尤其在全球范围内可以是24小时，随时有自由去投票。金融证券的交易都是匿名的，跟身份没有关系，不会因为我这一块钱是通过卖苦力赚来的，就没有权利买苹果公司的股票、买百度公司的股票。没这回事，这一块钱跟靠作演讲或者靠卖猪肉赚来的一块钱没有区别，这是资本市场、金融市场最公平，最机会平等，最跟身份、跟人格化脱离关系的特征。很多人说是因为小布什的父亲做过总统，小布什的爷爷原来做过多年联邦政府参议员，布什家族才能三代在美国呼风唤雨，因为他们有从政的背景。我倒不是说布什家族的子女不应该有机会再做总统、再做参议员，就算在美国这样有相对充分、平等的、开放的民主制度的环境里，个人的政治发展还是跟世袭、跟身份、跟这个人以前做的工作到底是高级的还是低级的有很大的关系。但是金融市场恰恰相反，不管你是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谁，都一视同仁。

吴伯凡：黄徽对乔姆斯基的观点怎么看？

黄徽：我也在思考，我觉得这里面有一个程序正义和结果正义的问题。金融市场在程序上是非常公平的，但是在结果上往往会放大贫富差距，比如二级市场的操作结果，往往是少数人赚了多数人的钱。

陈志武：我在《金融的逻辑》中有一章讲到这个问题，如果没有资本市场，一个社会如果以家族企业为主，那会是什么局面呢？家族企业赚来的钱就是在那个家族里面独享。而现在，如果你喜欢沃尔玛，觉得沃尔玛未来发展前景很好，没关系，不管你是打扫卫生的、端盘子的还是洗碗的，你都有机会用你的钱买沃尔玛的股票，有机会分享沃尔玛未来业务利润增长带来的好处。这就是为什么资本市场从根本上来说可以缩小社会中有产者和无产者的差距的原因，因为大众参与非常广泛，大家都有机会，不会因为血统、身份、职业，有没有上过大学而机会不同。所以资本市场对降低不同的出身背景的人、不同的群体之间发财致富的机会的差别发挥着非常关键、非常积极的作用。

吴伯凡：有人会说机会上的准入是平等的，但是一旦进入之后还是有高下之分。很多参与者最后是陪太子读书——读书的时候你好像是和太子一样，但是最后结果还是不一样。

黄徽：一方面要加强监管，保护普通股民的利益。另一方面，作为普通股民，求人不如求己，你自己应该多学习，投资本身应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该更理性一些。

吴伯凡：对冲基金在某种程度上对于市场的理性有一定的促进作用？但有相反的看法是说中国引进对冲基金会使市场更混乱。

陈志武：会促使市场更有理性。就像我们刚才讲到的，很关键的一点，对冲基金就是纠错，把错位的定价、错位的价格关系、错位的政策，通过具体的买卖交易进行修正调整，使得整个金融市场体系得以回归理性。

吴伯凡：可以说对冲基金有点像啄木鸟的角色，一方面啄木鸟自己找到吃的东西，同时还可以让树更健康。

陈志武：这就是为什么对冲基金行业以后肯定会继续发展下去，而且规模上和全球范围的普及上会有更大的提升。

吴伯凡：既然对冲基金对资本市场是很好的，至少能够帮助纠正市场当中已经出现的很多错误，那在中国推出人民币对冲基金的可能性大不大？在你们看来这种瓶颈在哪儿？

陈志武：这就要看证监会了。最大的瓶颈在于那些误解。

黄徽：最大瓶颈就是误解，就是妖魔化。国内有些基金在做有点像对冲基金做的事情，包括收费标准和操作方式、操盘思路都比较像，但是它们自己不称自己为对冲基金。

吴伯凡：在中国是很多事情可以这样做，但不可以这样说。

黄徽：我想对冲基金进入中国以后可能也要改名字，比如“全球投资的分散风险的绝对回报的阳光私募”，这样可能更容易被人接受。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吴伯凡：有时候一个标签就是一个符咒。我们好像在做消除瓶颈的事情。那在选对冲基金的时候需要掌握哪些标准呢？

陈志武：第一，看基金的管理团队是谁，他们的个人品格、道德如何。这个是蛮重要的，因为对冲基金是私募基金，管理团队一般来说人数比较少，所以在操作层面上这些人个人的品行、信誉等都是非常重要的。第二，看他们的投资策略具体是怎么做的，具体做的跟说的是不是一致。第三，看投资业绩，即投资回报率、风险水平。还有就是投资策略跟其他投资之间的相互关系，是互相补充还是互相放大风险。如果是互相对冲、互相补充的话，这样的对冲基金即使投资回报低一点，也可以为整体投资组合带来非常正面的效果。

吴伯凡：作为一个投资者，我马上会想到这三个方面都存在信息不对称。我怎么能比较全面地了解它？我能不能了解到它的确切的投资业绩？

黄徽：业绩本身都是通过审计的，如果审计所本身有信誉的话，审计出来的业绩也是可以保证的。麦道夫的手段之一就是用不靠谱的小的审计行作假。业绩回报方面的会计本身没有那么复杂，如果是信誉好的审计行，基本上拿到的业绩是可以充分信任的。如果基金的投资组合中有大量流动性很差的产品，情况会复杂一些。

吴伯凡：如果投资者对于对冲基金不太懂行，怎么办呢？

陈志武：可以找对冲基金的基金。这是由那些专业的投资于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金的基金经理去挑选不同的对冲基金组合而成的基金，更稳妥一些。

黄徽：对冲基金的基金可能是一个比较好的办法，投资可以更进一步分散于多家对冲基金，但缺点是要付双重的费用。

吴伯凡：在中国连对冲基金都没有，何况基金的基金？

陈志武：现在已经有一些了，它们叫“一对多”，或者子母基金。我们还是需要消除误解，多去了解对冲基金到底是什么，到底是怎么回事，把对冲基金的本来面目还原回来，作出更公正的判断。

吴伯凡：如果对冲基金引入中国资本市场的话，我们可以预见到的，应该是积极面大于消极面。借由对冲基金的引进，能够使市场上长期不能解决的一些错误、一些病症得以解决，甚至在某种程度上完成一些证监会想做却做不到的工作。从这个意义来说，对冲基金总体还是积极的，中国应该深入了解对冲基金，要尽可能地接纳它。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



致谢

本书上篇的主体部分写作于2009年6月下旬的纽约曼哈顿中城，后来又添加了“金融生态”一章，定稿于2010年2月，之后基本没有再修改。而下篇主要写作于2010年12月中旬的美国康涅狄格州，定稿于年底的北京。

书中有些资讯不是最新的。没有更新的原因是我觉得那不重要。这不是一本八卦新闻的书，也不是一本妖魔化或者阴谋论的书。我更希望它是一本启蒙读物，一本好看的启蒙读物。因为启蒙，所以对一些名词旁注了英文，方便对照查考。国内对于对冲基金这个行业还不太熟悉，有时候还有些误解。希望在这薄薄的小册子里，能够向读者基本还原对冲基金行业的本来面目，同时传播一些金融投资的理念。系统完整地介绍对冲基金行业还将需要许多业内同人共同长期的工作。

这也不全是一本启蒙读物。书中有不少我个人的观点，难免有偏颇之处，写在这里希望和大家共同讨论。如有事实上的错误，也请指正。

金融类的许多书籍，在我看来完全可以压缩至1/3的篇幅。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一百多页重复内容的填充物，主要是为了增加书的厚度和售价。写作这本书从最初就不是以稿费为目的，所以填充物完全没有必要。且不说浪费读者的宝贵时间，使用这么多纸张本身也不环保。

在本书的写作过程中，要感谢（依拼音序）常振明、陈凯丰、陈志武、戴旭、戴志康、邓卓棣、丁有铭、冯路、郭胜北、胡祖六、厉伟、黎彦修、梁冬、刘晖、刘震、陆飙、罗飞、罗佳斌、罗原、闾丘露薇、江平、居雄伟、秦朔、沈颢、田源、王康、王世渝、王云帆、吴伯凡、雾满拦江、吴缪丹、吴晓波、邢彪、熊伟、熊晓鸽、杨利明、叶俊英、袁岳、张磊、章宜斌、赵丹阳、周牧之、周全、左士光等师长朋友审阅并反馈了宝贵的意见。他们的鼓励是本书出版的动力。感谢我的父母从非专业人士的角度通读了全书并提供了有益的建议。特别感谢迢迢的精彩配图为本书增色许多。特别感谢蓝狮子财经出版中心和编辑卓巧丽。特别感谢中信出版社和沈家乐等编辑。

本书献给所有关心对冲基金行业的中国人。

黄徽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



证大集团董事长
戴志康

投资是一种修行，修行有十万法门，投资也是个好法门。这本书记述了一个投资人闯荡对冲基金江湖的实战经历和切身感悟，非常生动又恰如其分。对于初涉江湖的投资新手来说，这是一部通俗的《九阴真经》，带你进入投资修行的上乘法门。

著名交易员
江平

《对冲基金到底是什么？》一书，堪称金融界武林指南。展卷一阅，如识秘籍，操盘顿觉内功有长。但求天地人和，方始全身而退。

第一财经传媒有限公司总经理
《第一财经日报》总编辑
秦朔

很多人都在谈论对冲基金，但是江湖里的人的说法，最值得听一听。

广东二十一世纪传媒股份有限公司总裁
沈颢

少年模样的黄徽用一种最细巧的武器把对冲基金这扇沉重的大门轻轻地推开了。你所见到的是一支最普通的铅笔，你所见不到的是绵厚的内力。

美国普林斯顿大学经济学与金融学教授
熊伟

这是一本聚知识性与趣味性于一体的难得的好书。它融汇了作者在对冲基金行业十年磨一剑的积累。

零点研究咨询集团董事长
袁岳

江湖得由江湖人士以江湖的方式来给出道道，黄徽的这本书符合这个路子。

赤子之心投资基金
赵丹阳

对于了解对冲基金行业，《对冲基金到底是什么？》这本书不错。



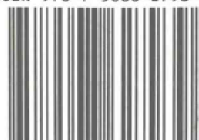
东京经济大学教授
周牧之

以诙谐和睿智道说金融江湖，好书！

IDG 资本合伙人
周全

过去几年里，我读过许多本介绍对冲基金的华尔街书籍，但黄徽的《对冲基金到底是什么？》竟用本土的语言和文化将对冲基金这个“舶来品”介绍得十分有趣易懂，着实令人耳目一新，他为我们提供了一部金融与剑侠小说相结合的不可多得的创新之作。

上架建议 ◎ 基金理财
ISBN 978-7-5086-2793-9



www.publish.citic.com
定价：35.00元